



DECISION

**de la Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des
banques**

Dr Kurt Hauri, Président, Dr Pierre Lardy, Prof Dr Peter Nobel

du 4 août 2000

dans la cause

Baumgartner Papiers Holding SA, Crissier

**Edelman Value Partners L.P., New York, USA, Edelman Value Fund Ltd., Luxem-
bourg, Paper I Partners L.P., Luxembourg, Paper II Partners L.P., Luxembourg, et
The Wimbledon Fund Ltd., Nassau, Bahamas**

concernant

**la dérogation à l'obligation de présenter une offre publique d'acquisition aux ac-
tionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA**



La Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques constate

en fait:

A.- Baumgartner Papiers Holding SA (ci-après: Baumgartner) est une société anonyme dont le siège est à Crissier (adresse : Case postale 195, 1001 Lausanne). Son capital-actions est de Sfr. 13'000'000.--, divisé en 130'000 actions nominatives d'une valeur nominale de Sfr. 100.-- chacune. Ses actions sont cotées au marché principal de la SWX Swiss Exchange.

B.- Le 17 juin 1994, Baumgartner a adopté un nouvel article 9 dans ses statuts, dont la teneur est la 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'éluder les restrictions en matière d'inscription, sont considérées comme un seul acquéreur du point de vue de cette disposition.»

C.- Edelman Value Partners L.P., New York, USA, et Edelman Value Fund Ltd., Luxembourg, détenaient de concert 6.23 % des droits de vote de Baumgartner au 10 juin 1998. Les sociétés Paper I Partners L.P., Luxembourg, et Paper II Partners L.P., Luxembourg et The Wimbledon Fund Ltd., Nassau, Bahamas, ont ensuite rejoint le groupe (ci-après : Groupe Edelman) qui a ainsi augmenté sa participation peu à peu et annoncé détenir une participation de 27 % des droits de vote de Baumgartner le 17 décembre 1999. Malgré les demandes répétées du Groupe Edelman d'inscrire sa participation au registre des actions de Baumgartner, ce dernier a toujours refusé d'inscrire la participation du Groupe Edelman pour un pourcentage plus élevé que la limite statutaire de 3 %.

D.- Au vu de cette situation, le Groupe Edelman a contacté la Commission des offres publiques d'acquisition (Commission des OPA, COPA) en avril 2000 et introduit une



requête le 25 mai 2000 en vue d'être dispensé de l'obligation de soumettre une offre publique d'acquisition au cas où il franchirait le seuil de 33 1/3 % des droits de vote de Baumgartner.

E.- Le 4 juillet 2000, la Commission des OPA a adopté la recommandation (ci-après : recommandation du 4 juillet 2000) suivante :

«1. Edelman Value Partners L.P., Edelman Value Fund Ltd., Paper I Partners L.P., Paper II Partners L.P. et The Wimbledon Fund Ltd. (le groupe Edelman) sont libérés de l'obligation de présenter une offre publique d'acquisition aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA, dans l'hypothèse où les sociétés du groupe franchiraient de concert le seuil de 33 1/3 % des droits de vote de cette société.

2. Cette dérogation deviendra caduque :

2.1 dès que les sociétés du groupe Edelman auront été inscrites avec droit de vote au registre des actions de Baumgartner Papiers Holding SA pour l'intégralité de la participation dont elles disposent à ce jour;

2.2 si, le 5 janvier 2001, le groupe Edelman n'a pas franchi le seuil de 33 1/3 % des droits de vote de Baumgartner Papiers Holding SA;

2.3. si un ou plusieurs membres du groupe Edelman présente une offre publique d'acquisition aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA.

3. La présente dérogation est assortie des charges suivantes :

3.1 pour les sociétés du groupe Edelman,

- de requérir jusqu'au 11 juillet 2000 l'inscription avec droit de vote au registre des actions de Baumgartner Papiers Holding SA de la participation dont elles sont titulaires au 4 juillet 2000.

- dès que cette inscription aura été obtenue, et dans la mesure où elles détiennent de concert plus de 33 1/3 % des droits de vote de Baumgartner Papiers Holding SA, de présenter une offre publique d'acquisition conforme aux règles de l'art. 32 LBVM aux actionnaires de la société.

3.2 pour Baumgartner Papiers Holding SA, de publier un résumé de la prise de position de son conseil d'administration sur la dérogation requise. La publication devra contenir les éléments prévus par les art. 29 ss OOPA. Elle devra être faite le 13 juillet 2000 dans au moins un journal de langue française et un journal de langue allemande, de manière à atteindre une diffusion nationale. La prise de position devra aussi être communiquée à l'un au moins des principaux médias électroniques diffusant des informations boursières.



res. Elle devra être accompagnée d'une reproduction du texte de l'art. 34 al. 4 OBVM-CFB.

4. La présente recommandation sera publiée le 10 juillet 2000 sur le site Internet de la Commission des OPA.

5. L'émolument à la charge du groupe Edelman s'élève à Sfr. 30'000.--.»

F.- Par courrier du 6 juillet 2000 adressé à la COPA, Baumgartner a déclaré rejeter la recommandation du 4 juillet 2000 et demandé que la Commission fédérale des banques soit immédiatement saisie du dossier. Son rejet était accompagné d'une description détaillée des motifs. Il est entré sur les éléments importants de la motivation sous les considérants.

G.- Le 7 juillet 2000, la COPA a informé la Commission fédérale des banques du rejet de sa recommandation du 4 juillet 2000 par Baumgartner et lui a transmis le dossier.

H.- Le 10 juillet 2000, la Commission fédérale des banques a invité Baumgartner, le Groupe Edelman ainsi que la Commission des OPA à prendre position.

I.- La Commission des OPA s'en est référée à sa recommandation du 4 juillet 2000 et a renoncé à prendre position. De même, Baumgartner s'est référé à sa déclaration motivée de rejet du 6 juillet 2000 adressée à la COPA et a renoncé à prendre position. Le Groupe Edelman a adressé sa prise de position le 12 juillet 2000 par laquelle il a demandé que la recommandation du 4 juillet 2000 de la COPA soit confirmée.

J.- Par courrier du 20 juillet 2000, Baumgartner a, de sa propre initiative, adressé des observations complémentaires à la Commission des banques. Il a principalement fait valoir que les exceptions admises à l'art. 9 de ses statuts étaient justifiées par des motifs objectifs et qu'il existait en particulier des intérêts commerciaux exceptionnels prépondérants en ce qui concerne l'inscription de la participation de la Banque Cantonale Vaudoise. Il s'en est par là référé à la recommandation de la COPA du 13 juillet 2000 concernant Intersport PSC Holding SA.



La Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques considère

en droit :

1.- a) Selon l'art. 23 al. 3 LBVM, la Commission des OPA veille au respect des dispositions applicables aux offres publiques d'acquisition de cas en cas. Elle édicte des recommandations à l'adresse des personnes concernées et peut les publier. En cas de rejet de ses recommandations, elle en informe l'autorité de surveillance (art. 23 al. 4 LBVM).

b) La Commission fédérale des banques rend une décision lorsqu'une recommandation est rejetée (art. 23 al. 4 et art. 35 al. 1 LBVM, art. 35 al. 3 let. b. OBVM-CFB, art. 5 al. 3 OOPA). Le rejet de la recommandation du 4 juillet 2000 lui a été communiqué par courrier du 7 juillet 2000 et le dossier lui a été transmis à la même date.

2.- a) Baumgartner est une société suisse dont les actions sont cotées auprès de la SWX Swiss Exchange. Les conditions des art. 2 let. e et art. 22 al. 1 LBVM sont donc remplies. Baumgartner est donc une société visée au sens de la loi sur les bourses et les dispositions boursières (section 5 LBVM) sont applicables à Baumgartner.

b) Baumgartner disposait d'un délai de cinq jours boursiers après réception de la recommandation pour déclarer la rejeter (art. 5 al. 1 OOPA). Baumgartner a rejeté la recommandation du 4 juillet 2000 de la COPA le 6 juillet 2000 par courrier adressé à la COPA.

Le rejet est donc recevable.

3.- Il se pose la question de savoir si la dérogation à l'obligation de présenter une offre obligatoire accordée au Groupe Edelman est conforme à la loi sur les bourses.

a) La COPA se base sur le fait que selon le droit de la société anonyme l'application de la restriction statutaire par Baumgartner (art. 9 des statuts de la société) est arbitraire, non conforme à ce droit et discriminatoire. Elle constate en particulier une violation de l'art. 685d CO en ce que la pratique doit se fonder sur des motifs objectifs et être exempte d'arbitraire (c. 1.3.3 de la recommandation du 4 juillet 2000), ce qui n'est pas le cas en ce qui concerne Baumgartner. La COPA en déduit donc que le Groupe Edelman ne sera pas soumis à l'obligation de soumettre une offre obligatoire entre autres jusqu'au moment où la participation de ce groupe aura été inscrite au registre des actions de Baumgartner dans son intégralité et qu'il sera ainsi habilité à faire usage de



tous ses droits de vote (ch. 2.1 dispositif de la recommandation de la COPA du 4 juillet 2000).

b) Baumgartner conteste la recommandation du 4 juillet 2000 de la COPA et fait valoir en particulier que l'application – même discriminatoire – d'une clause d'agrément fondée sur l'art. 685d CO ne saurait exercer une influence sur le droit boursier (cf. prise de position de Baumgartner du 6 juillet 2000, p. 2). De plus, Baumgartner considère que son application de la clause d'agrément (art. 9 de ses statuts) respecte l'égalité de traitement (cf. prise de position de Baumgartner du 6 juillet 2000, p. 4).

c) Comme la COPA l'a fait, on peut se demander si l'application pratique par Baumgartner de la clause statutaire de limitation des actions en pour-cent est discriminatoire, ce qui est vraisemblable. Il faut effectivement constater que l'art. 685d CO doit être pris en considération et que son application dans le cas concret, bien que motivée par le développement historique de la société (cf. prises de position de Baumgartner du 6 juillet 2000, p. 4-5 et du 20 juillet 2000, p. 2-3), n'est pas vraiment conforme au droit de la société anonyme (cf. Hanspeter Kläy, *Die Vinkulierung*, Basel, 1997, p. 229 ss.). Ici, la pratique veut qu'un seul actionnaire, le Groupe Edelman, ne soit pas inscrit au registre alors que tous les autres le sont. La motivation basée sur des intérêts commerciaux prépondérants de Baumgartner (cf. prise de position du 20 juillet 2000, p. 23) ne convainc pas vraiment. Au contraire du cas Intersport PSC Holding AG cité par Baumgartner, il n'y a pas ici de cas d'exception dû à une coopération avec certains actionnaires, les critères objectifs ne suffisent pas (cf. Peter Böckli, *Schweizer Aktienrecht*, 2^{ème} éd., Zurich, 1996, n 595 ss., Kläy, op.cit. p. 229 ss.).

La Chambre des OPA de la CFB estime cependant qu'elle n'a pas à se prononcer sur cette question tant à titre d'examen préjudiciel que sur le fond. Etant donné que jusqu'à présent seul le conseil d'administration de Baumgartner a tranché sur la question de la composition des actionnaires ayant le droit de vote, une assemblée générale extraordinaire peut maintenant se prononcer. Sur le fond, il s'agit ici d'une question qui doit être tranchée par le juge de droit civil. Jusqu'à présent, le Groupe Edelman n'a pas pris l'initiative de soumettre la question à un tel juge (cf. c. 1.4.3. de la recommandation du 4 juillet 2000).

4.- a) Du point de vue boursier la soumission d'une offre obligatoire n'est pas en principe dépendante de l'habilité à faire usage des droits de vote ou non (art. 32 al. 1 LBVM). En particulier, l'existence d'une clause statutaire de limitation des actions en pour-cent n'exclut pas l'obligation de soumettre une offre en soi (voir aussi la recommandation du 4 juillet 2000, c. 1.1), indépendamment du fait que l'actionnaire concerné puisse exercer ses droits de vote.

b) Cependant, une offre peut être soumise à une condition pour de justes motifs. L'art. 32 al. 2 let. b. OBVM-CFB prévoit notamment la possibilité de soumettre une offre conditionnelle lorsque les titres de participation qui doivent être acquis ne confèrent pas de droit de vote. Etant donné que c'est le cas du Groupe Edelman, il est possible de



considérer que l'obligation de soumettre une offre par le Groupe Edelman soit subordonnée au fait que l'exercice des droits de vote lui soit conféré, tel stipulé sous l'art. 32 al. 2 let. b. OBVM-CFB. Il s'agira donc premièrement pour Baumgartner d'inscrire le Groupe Edelman à son registre des actions. Ensuite, le Groupe Edelman devra immédiatement soumettre une offre, pour autant que sa participation dépasse alors le seuil de 33 1/3 % des droits de vote de Baumgartner.

5.- Baumgartner fait valoir que les intérêts des actionnaires minoritaires – le but de la législation boursière en ce qui concerne les offres publiques d'acquisition – seraient lésés si aucune offre ne leur serait présentée (cf. prise de position de Baumgartner du 20 juillet 2000, p. 5). La législation boursière vise principalement les cas de changement de contrôle, ce qui ici ne peut se produire, étant donné que le Groupe Edelman ne peut pas exercer de contrôle. Bien au contraire, Baumgartner lui-même a la possibilité de déclencher un changement de contrôle en procurant au Groupe Edelman la possibilité d'exercer les droits de vote et en l'obligeant ainsi à présenter une offre lorsqu'il dépassera 33 1/3 % des droits de vote (cf. recommandation du 4 juillet 2000, c. 1.4.4).

6.- a) De plus, le droit boursier prévoit la possibilité d'accorder une dérogation lorsque l'acquéreur ne peut contrôler la société visée, en particulier parce qu'une autre personne ou un groupe dispose d'un pourcentage de droits de vote supérieur (art. 34 al. 2 let. a OBVM-CFB, cf. c. 1.4.2 de la recommandation du 4 juillet 2000). L'actionnariat de Baumgartner n'est pas formellement dominé par un groupe. Cependant, la structure de son actionnariat permet de distinguer trois blocs dominants : Le bloc des actionnaires proches et amis de la société qui dispose de pourcentages inscrits au registre des actions pour un total de 34 % des droits de vote. Le Groupe Edelman avec une participation d'environ 30 %. Le reste, constitué par les autres actionnaires, peut lui également être proche de la société. Cette situation, quoiqu'analogue à l'état de faits décrit sous l'art. 34 a. 2 let. a. OBVM-CFB, est liée à des incertitudes quant aux rapports effectifs au sein du groupe des actionnaires proches de Baumgartner. Le groupe Baumgartner pourrait en soi également dominer la société et, en dépassant le seuil de 33 1/3 %, être lui-même soumis à l'obligation de présenter une offre. Au vu de cette situation, il est possible d'accorder une dérogation au Groupe Edelman.

b) Tant les aspects juridiques du droit de la société anonyme que du droit boursier poussent à la conclusion que l'accord d'une dérogation est possible, comme le stipule la recommandation de la COPA. La situation effective au sein des divers blocs d'actionnaires n'est pas transparente. Baumgartner est donc chargé de créer des relations claires entre les actionnaires. Dans ce but, l'organisation d'une assemblée générale extraordinaire dans un délai de trois mois et qui aura pour tâche de décider si cette clause d'agrément (art. 9 des statuts de Baumgartner) sera maintenue, modifiée ou abrogée est la solution adéquate.



Par ces motifs et en application des art. 2 let. e, art. 22 al. 1, art. 23 al. 4, art. 32 et art. 35 al. 1 LBVM (RS 954.1), art. 28, art. 32, art. 34 et art. 35 al. 3 OBVM-CFB (RS 954.193), art. 1, art. 4-5 OOPA (RS 954.195.1), art. 4 - 6 du Règlement de la Commission fédérale des banques (R-CFB; RS 952.721) ainsi que des art. 11 et 12 let. e Oém-CFB (RS 611.014), la Chambre des offres publiques d'acquisition de la Commission fédérale des banques

décide :

1. Edelman Value Partners L.P., New York, USA, Edelman Value Fund Ltd., Luxembourg, Paper I Partners L.P., Luxembourg, Paper II Partners L.P., Luxembourg et The Wimbledon Fund Ltd., Nassau, Bahamas (le Groupe Edelman), sont libérés de l'obligation de présenter une offre publique d'acquisition jusqu'au moment où ils auront le droit d'exercer le droit de vote et dépasseront le seuil de 33 1/3 pour-cent des droits de vote de Baumgartner Papiers Holding SA.
2. Cette dérogation deviendra caduque si un ou plusieurs membres du Groupe Edelman présentent une offre publique d'acquisition aux actionnaires de Baumgartner Papiers Holding SA.
3. Baumgartner Papiers Holding SA dispose d'un délai de trois mois dès le moment où la présente décision est en force pour organiser une assemblée générale extraordinaire qui devra décider si la clause d'agrément selon l'article 9 de ses statuts sera maintenue, modifiée ou abrogée.
4. Les frais de procédure sont à la charge de Baumgartner Papiers Holding SA. Ils s'élèvent à **Sfr. 25'103.50**, soit Sfr. 25'000.-- au titre d'émolument de décision et Sfr. 103.50 au titre d'émolument d'écriture. Ils devront être versés dans un délai de 30 jours.

**CHAMBRE DES OFFRES PUBLIQUES D'ACQUISITION DE LA
COMMISSION FEDERALE DES BANQUES**

Dr Kurt Hauri
Président

Franz Stirnimann
Sous-Directeur