

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 28 novembre 2005

Offre publique d'achat de Sodereal Holding SA, Zurich, pour toutes les actions de la Société Montreux-Palace SA, Montreux

A. La société Montreux-Palace SA (ci-après «Montreux-Palace») est une société anonyme dont le siège est à Montreux. Son capital-actions de CHF 20'629'750 est entièrement libéré et divisé en 205'512 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 100 chacune, 1'217 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 50, et 885 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 20 chacune. Seules les actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 100 sont cotées sur le marché principal de la SWX Swiss Exchange.

B. Sodereal Holding SA (ci-après «Sodereal») est une société anonyme dont le siège est à Zurich. Son capital-actions de CHF 55'600'000 est entièrement libéré et divisé en 55'600 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 1'000 chacune. Sodereal est une société holding dont les actifs principaux sont les hôtels détenus par le groupe Swissôtel Holding SA (ci-après «Swissôtel»), notamment la participation de 83,86% du capital-actions et des droits de vote dans Montreux-Palace. Le capital-actions de Sodereal est détenu à 100% par Swissôtel, une société fille appartenant à 100% à Raffles Holding Limited («Raffles»), Singapour, par le biais de Raffles Corporation (Switzerland) Pte Ltd, basée à Singapour. Raffles est une chaîne d'hôtels de luxe, basée à Singapour et active sur les six continents.

C. Colony HR Acquisitions, LLC («Colony») est une société à responsabilité limitée dont le siège est à Wilmington, Delaware, Etats-Unis. Colony a été fondée spécialement pour l'acquisition des hôtels appartenant à Raffles. Trois personnes morales détiennent plus de 5% de parts sociales et droits de vote de Colony:

- Colony HR-VII Investor, LLC: 58,82%
- Colony HR Co-Investment Partners, LP: 23,53%
- Colony HR Co-Investment Partners II, LP: 17,65%

Toutes ces sociétés sont des véhicules d'investissement discrétionnaires. Colony HR-VII Investor, LLC, est gérée par Colony Investors VII, LP, alors que Colony HR Co-Investment Partners, LP, et Colony HR Co-Investment Partners II, LP, sont gérées par Colony HR Co-Investment Genpar, LLC; toutes ces sociétés de gestion sont des filiales de Colony Capital LLC. Colony Capital, LLC, est un investisseur spécialisé dans les transactions immobilières.

D. Par un contrat signé le 18 juillet 2005, Colony a racheté Raffles, comprenant 41 hôtels dans 35 pays. En date du 30 septembre 2005, le contrat a été exécuté: Colony HR Holding,

S.à.r.l., une société fille de Colony basée au Luxembourg, a racheté toutes les actions de Raffles Corporation (Switzerland) Pte Ltd. Sodereal est ainsi devenue indirectement une société fille de Colony.

E. Un projet de prospectus d'offre et le rapport du conseil d'administration de la société visée ont été soumis à la Commission des OPA avant leur publication qui est prévue pour le 30 novembre 2005.

F. Une délégation de la Commission des OPA formée de M. Henry Peter (Président), Mme Susan Emmenegger et M. Walter Knabenhans a été constituée pour se prononcer sur l'offre.

Considéran

1. Application des règles sur l'offre obligatoire

1.1 A la date de l'exécution du contrat de rachat, soit le 30 septembre 2005, Colony a pris le contrôle de Sodereal et ainsi acquis indirectement 83,86% du capital-actions et des droits de vote de Montreux-Palace. Conformément aux termes de l'art. 32 de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les Bourses, LBVM) en relation avec les art. 25 et 26 de l'ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Ordonnance de la CFB sur les bourses, OBVM-CFB), Colony a donc l'obligation de présenter une offre aux actionnaires de Montreux-Palace. L'art. 36 OBVM-CFB impartit à l'offrante un délai de deux mois, à partir du dépassement du seuil, pour présenter son offre. Dans le cas d'espèce, cette condition est remplie si l'offrante publie son offre, dans les journaux, jusqu'au 30 novembre 2005 au plus tard.

1.2 Selon l'art. 29 al.1 OBVM-CFB, l'offre obligatoire doit s'étendre à toutes les catégories de titres de participation cotés de la société visée. L'offre de Sodereal porte non seulement sur les titres cotés de la société cible mais également sur les titres non-cotés de la société cible qui ne sont pas détenus par l'offrante ou les personnes agissant de concert. L'offre de Sodereal satisfait donc aux exigences de l'art. 29 al. 1 OBVM-CFB.

1.3 Selon l'art. 32 al. 2 OBVM-CFB, l'offre obligatoire doit être inconditionnelle sauf pour de justes motifs. L'offre de Sodereal est inconditionnelle et ainsi conforme aux dispositions légales.

2. Respect des dispositions sur le prix minimum

2.1 Prix de l'acquisition préalable

Le prix offert ne doit pas être inférieur de plus de 25% au prix le plus élevé payé par l'offrante pour des titres de la société visée dans les douze derniers mois (art. 32 al. 4 LBVM). Lors de l'acquisition préalable du paquet de contrôle de 83,86%, l'offrante a payé l'équivalent de CHF 154.35 par action nominative d'une valeur de CHF 100. Après la réduction de 25% cela représente un prix pour l'acquisition préalable au sens de l'art. 32 al. 4 LBVM en relation avec l'art. 38 al. 1 OBVM-CFB de CHF 115.80.

2.2 Cours de bourse

2.2.1 Selon l'art. 32 al. 4 LBVM, le prix offert doit également être au moins égal au cours de bourse des titres de la société visée. Selon l'art. 37 al. 2 OBVM-CFB, le "cours de bourse" au sens de l'art. 32 al. 4 LBVM correspond à la moyenne des cours d'ouverture auprès d'une bourse suisse pendant les trente derniers jours boursiers précédant la publication de l'offre.

2.2.2 L'exigence d'un prix d'offre "au moins égal au cours de bourse" est plus problématique en l'espèce. Dans le cas présent, le marché est totalement illiquide et les rares transactions effectuées dans les derniers mois portent sur des volumes extrêmement faibles. Un marché aussi illiquide ne peut pas servir de référence pour la détermination du prix d'une offre. Une telle solution conduirait à des résultats fortuits et arbitraires. Les autorités chargées de l'élaboration de l'OBVM-CFB n'ont manifestement pas envisagé une telle hypothèse lors de la préparation de ce texte. Ce dernier contient sur ce point une lacune qui doit être comblée par voie d'interprétation. Plusieurs dispositions prévoient l'évaluation par un organe de contrôle de titres dont le marché est illiquide. En particulier, l'art. 42 al. 2 OBVM-CFB prévoit une telle évaluation lorsque des titres de participation dont le marché est peu liquide sont offerts dans le cadre d'un échange. Pour ces raisons, la pratique constante de la Commission des OPA est d'exiger que l'offre soit présentée à un prix au moins égal à la valeur fixée par un organe de contrôle (recommandation du 5 mai 1999 dans l'affaire *Société Immobilière Genevoise*, consid. 4.4.; recommandation du 22 octobre 2002 dans l'affaire *Optic - Optical Technology Investments AG*, consid. 3.3; recommandation du 28 juin 2005 dans l'affaire *Gornergrat Bahn AG*, consid. 5). Cette condition est remplie en l'espèce. Dans un rapport motivé du 11 novembre 2005, la société de révision BDO Visura SA a estimé la valeur des actions Montreux-Palace à CHF 169 par action nominative d'une valeur nominale de CHF 100. Le prix offert de CHF 282.60 est donc conforme aux règles sur l'offre obligatoire.

3. Caractère raisonnable du rapport entre le taux d'échange des différentes catégories de titres de participation

3.1 Selon l'art. 10 al. 4 de l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition (Ordonnance sur les OPA, OOPA), l'offre doit veiller à ce qu'un rapport raisonnable existe entre les prix offerts pour les différentes catégories de titres de participation. Le prospectus doit préciser brièvement comment les rapports entre les prix ou les taux d'échange des différentes catégories de titres de participation ont été établis (art. 22. al 1 OOPA). L'organe de contrôle doit attester le caractère raisonnable de ces rapports (art. 22 al. 2 OOPA).

3.2 Dans les cas où seule une catégorie de titres est cotée, on se basera en principe sur le rapport entre les différentes valeurs nominales (recommandation du 18 mai 1999 dans l'affaire *Keramik Holding AG*, consid. 3; recommandation du 4 février 2002 dans l'affaire *Netstal-Maschinen AG*, consid. 5.1). En l'espèce, c'est cette méthode qui a été appliquée: le rapport entre les prix offerts a été fixé en fonction des valeurs nominales et il peut donc être qualifié de raisonnable. Par ailleurs, l'organe de contrôle a confirmé le caractère raisonnable des rapports entre les taux d'échange.

4. Action de concert

Selon l'art. 11 OOPA et l'art. 15 al. 2 lit. c OBVM-CFB, l'offrante est réputée agir de concert avec l'ensemble des membres de son groupe de sociétés.

En l'espèce, la société offrante Sodereal est une filiale contrôlée indirectement à 100% par Colony. Par ailleurs, Colony est elle-même contrôlée par le biais de diverses sociétés filles de Colony Capital, LLC, et son actionnaire principal Colony HR-VII Investor, LLC, qui détient 58,82% des parts sociales et des droits de vote de Colony. Par conséquent, Colony et toutes les sociétés contrôlées par Colony, Colony HR-VII Investor, LLC, et Colony Capital, LLC, ainsi que l'ensemble des sociétés contrôlées par Colony Capital, LLC, agissent de concert en vue de cette offre. Toutes ces sociétés agissant de concert avec Sodereal doivent se conformer aux obligations prévues à l'art. 12 OOPA.

5. Règle du meilleur prix

Dès la publication de l'offre, si l'offrante acquiert des titres de participation de la société visée à un prix supérieur à celui de l'offre, ce prix doit être étendu à tous les destinataires de cette dernière (art. 10 al. 6 OOPA – règle du meilleur prix). Selon la pratique constante de la Commission des OPA, cette règle vaut pendant toute la durée de l'offre et une période de six mois suivant l'échéance du délai supplémentaire (voir, parmi d'autres, recommandation du 28 juin 2005 dans l'affaire *Gornergrat Bahn AG*, consid. 5). L'organe de contrôle doit attester que cette obligation a été respectée dans son rapport final (art. 27 OOPA).

6. Rapport du conseil d'administration de la société visée

6.1 Selon l'art. 29 al. 1 LBVM le conseil d'administration de la société visée doit publier un rapport dans lequel il prend position sur l'offre. L'art. 29 al.1 OOPA indique que ce rapport doit contenir toutes les informations nécessaires pour permettre aux destinataires de l'offre de prendre leur décision en connaissance de cause.

6.1.1 L'art. 29 al. 1 LBVM oblige le conseil d'administration de la société visée à révéler toute information sur la marche des affaires dont il a connaissance et qui n'ont pas encore été rendues publiques. Selon la pratique de la Commission des OPA, le conseil d'administration doit publier un rapport intermédiaire de la société visée lorsque les derniers comptes se rapportent à un exercice dont la fin est antérieure de plus de six mois à la fin de la période d'offre (recommandation du 30 juin 2004 dans l'affaire *Scintilla AG*, consid. 6.1.4; recommandation du 28 juin 2005 dans l'affaire *Gornergrat AG*, consid. 6.1.2).

6.1.2 Dans le cas d'espèce, le dernier bilan publié remonte au 31 décembre 2004, date qui correspond à la fin de l'exercice comptable, et qui est donc antérieure de plus de six mois à la fin de la période d'offre. Le conseil d'administration a donc publié un rapport intermédiaire en arrêtant les comptes au 30 septembre 2005. Par ailleurs, le conseil d'administration, conformément à la pratique de la Commission des OPA, a confirmé dans son rapport qu'il n'a connaissance d'aucun événement important affectant le patrimoine, la situation financière, les résultats et les perspectives de Montreux-Palace depuis la date des comptes intermédiaires. Sur ce point, le rapport est conforme au droit des OPA.

6.2 L'art. 30 al. 1 OOPA prévoit que le rapport doit indiquer quelles sont les intentions de chaque actionnaire détenant plus de 5% des droits de vote, si ces intentions sont connues du

conseil d'administration. Le conseil d'administration explique dans son rapport que Nestlé Finance AG (ci-après «Nestlé»), qui détient 14,75% des droits de vote de Montreux-Palace, lui a fait part de son intention d'offrir à la vente ses actions dans le cadre de l'offre.

6.2.1 L'art. 31 al. 1 OOPA requiert que le conseil d'administration de la société visée se prononce dans son rapport sur d'éventuels conflits d'intérêts de ses membres ou de la direction supérieure. Le conseil d'administration doit se prononcer sur les conséquences financières de l'offre pour ces personnes. Ainsi, le rapport doit notamment préciser si les relations contractuelles avec les membres du conseil et de la direction générale seront poursuivies à des conditions semblables ou indiquer dans le cas contraire les modifications prévues. Les montants d'éventuelles primes spéciales ou d'indemnités de départ doivent également être mentionnés séparément pour chaque personne (recommandation du 15 décembre 2000 dans l'affaire *Axantis Holding AG*, consid. 5.3).

6.2.2 Dans le cas d'espèce, le conseil d'administration de Montreux-Palace est composé de 5 membres. Le rapport indique que l'offrante a l'intention de garder le conseil d'administration actuel de Montreux-Palace et de maintenir à leur égard les conditions qui prévalaient avant la prise de contrôle. Au sein du conseil d'administration 3 membres représentent Raffles, l'unique actionnaire de Sodereal. Il s'agit de Mme Jennie Chua Kheng Yeng, présidente et de MM. Ingo Christian Peters et Stéphane Perrin. Mme Chua et M. Perrin représentent Raffles sur la base d'un mandat qui règle leurs droits et obligations envers Raffles. M. Peters est employé par Raffles en tant que directeur de l'un de leurs hôtels à Hambourg. Les 2 autres membres sont M. Wolfgang Reichenberger, Directeur général et Chef des finances de Nestlé, agissant en tant que représentant de cette dernière, et M. Claude Nobs. L'offrante a confirmé à la Commission des OPA qu'elle ne donnait à ces deux membres aucune instruction relative à l'exercice de leur droit de vote au sein du conseil d'administration, et qu'aucun mandat ou accord n'avait été conclu entre l'offrante et ces deux membres, aussi bien de manière générale qu'au regard de la transaction et qu'aucun de ces deux membres occupent une position quelconque au sein de l'offrante. MM. Nobs et Reichenberger ont également confirmé, par une déclaration écrite adressée à la Commission des OPA, qu'ils n'avaient conclu avec l'offrante aucun mandat ou un quelconque accord dans l'optique de la transaction, qu'ils ne recevaient aucune instruction de l'offrante concernant l'exercice de leur droit de vote et qu'ils n'occupaient aucune fonction auprès de l'offrante. Le rapport précise également qu'il n'existe, mise à part les relations exposées ci-dessus, aucune convention ou accord entre un membre du conseil d'administration ou de la direction de Montreux-Palace, d'une part, et Colony ou des personnes agissant de concert avec Colony, d'autre part. Le rapport du conseil d'administration explique que seuls MM. Reichenberger et Nobs ont pris part à la discussion et au vote sur le rapport. Sur la base de ces éléments, l'on peut considérer que MM. Nobs et Reichenberger ont apporté la preuve de leur indépendance par rapport à l'offrante. MM. Nobs et Reichenberger pouvaient donc se prononcer sur l'offre libres de tout conflit d'intérêts (voir également recommandation du 30 juin 2004 dans l'affaire *Scintilla AG*, consid. 6.2.2.2).

6.2.3 Le rapport du conseil d'administration indique les conflits d'intérêts concernant ses membres. Il a été adopté par deux membres n'étant pas dans une telle situation et s'appuie sur l'estimation indépendante de la valeur des actions effectuée par la société de révision BDO Visura SA. Par conséquent, il est conforme aux exigences du droit des OPA.

7. Suppression du délai de carence et réduction de la période d'offre à 10 jours de bourse

L'offre a été soumise à l'examen de la Commission des OPA avant sa publication. Elle inclut le rapport du conseil d'administration de la société visée. L'offrante détient avant la publication de l'offre la majorité des droits de vote de la société visée. Toutes les conditions requises étant remplies, l'offrante est libérée de l'obligation de respecter le délai de carence (art. 14 al. 2 OOPA) et la période d'offre sera réduite à dix jours de bourse (art. 14 al. 3 OOPA).

8. Publication de la présente recommandation et suite de la procédure

En vertu de l'art. 23 al. 3 LBVM, la présente recommandation sera publiée sur le site Internet de la Commission des OPA le jour de la publication du prospectus d'offre, soit le 30 novembre 2005.

9. Emolument

L'offre de Sodereal porte sur 32'552 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 100, 1'150 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 50 et 882 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 20. Le montant de l'offre est de CHF 9'411'523.. Dans le cas d'espèce, l'émolument à la charge de l'offrante s'élève donc à CHF 20'000 qui correspond à l'émolument minimal (art. 62 al. 3 OOPA).

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

1. L'offre de Sodereal Holding SA est conforme à la loi sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995.
2. La Commission des OPA accorde les dérogations suivantes à l'ordonnance sur les OPA (art. 4 OOPA):
 - libération de l'obligation de respecter le délai de carence (art. 14 al. 2 OOPA),
 - réduction de la période d'offre à 10 jours de bourse (art. 14 al. 3 OOPA).
3. La présente recommandation sera publiée sur le site Internet de la Commission des OPA le 30 novembre 2005.
4. L'émolument s'élève à CHF 20'000.

Le Président :

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 Sodereal Holding S.A., par l'intermédiaire de leur représentant
- à la Société Montreux-Palace
- à la Commission fédérale des banques