

**B****ÜBERNAHMEKOMMISSION  
COMMISSIONE DELLE OPA****COMMISSION DES OPA  
SWISS TAKEOVER BOARD**Selnaustrasse 30  
Postfach  
CH - 8021 ZürichTel. +41 (0)58 854 22 90  
Fax +41 (0)58 854 22 91  
www.takeover.ch**RECOMMANDATION****du 17 octobre 2008****Offre publique d'échange de Norinvest Holding S.A., Genève, pour toutes les actions au porteur et tous les bons de participation au porteur de Golay-Buchel Holding S.A., Lausanne**

**A.** Golay-Buchel Holding S.A. (**GBH**) 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, GBH 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 au porteur sont cotés à la SIX Swiss Exchange, segment "Local Caps" (**SIX**, symboles GOL et GOLP). GBH a pour but la participation à des entreprises financières, commerciales, industrielles et immobilières. Elle n'exerce pas d'activité commerciale propre, celle-ci étant principalement déployée par ses filiales, lesquelles sont notamment actives dans le commerce de gros des perles et des diamants.

**B.** Norinvest Holding S.A. (**NIH**) est une société anonyme dont le siège se trouve à Genève. Son capital-actions est de CHF 10'000'000, divisé en 100'000 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 100 chacune, avec restriction quant à la transmissibilité. Les actions de NIH ne sont pas cotées. NIH détient notamment le 100% du capital-actions de la société Banque Cramer & Cie SA, à Genève (**Banque Cramer**). NIH détient également la totalité des actions nominatives de GBH, représentant 28.6% du capital social et 64,8% des droits de vote de cette société. Le président du conseil d'administration de NIH, Monsieur Massimo Esposito, est également le président du conseil d'administration de GBH depuis plusieurs années. NIH a pour but statutaire principal la prise de participations et les investissements dans toute société. Elle exerce actuellement la fonction de société holding de Banque Cramer. NIH n'exerce pas d'activité commerciale propre, celle-ci étant principalement déployée par Banque Cramer, dont le but est l'exploitation d'une banque et l'activité de négociant en valeurs mobilières.

**C.** Les statuts de GBH contiennent une clause d'opting out au sens de l'art. 22, al. 2, LBVM, qui a été introduite le 17 décembre 2001. La Commission des OPA a constaté la validité de cette clause par recommandation datée du 21 juin 2007. Il en découle que les acquéreurs de titres GBH ne sont pas

soumis aux dispositions relatives à l'obligation de présenter une offre publique d'acquisition conformément à l'art. 32 LBVM.

**D.** Lors de l'assemblée générale de GBH du 26 juin 2007, un projet de rapprochement prévoyant l'acquisition de Banque Cramer par GBH d'une part et la reprise par NIH de l'entier du capital-actions de L.A.G. Finance SA (**LAG**), qui détenait à l'époque 64.8% des droits de vote et 28,6 % du capital-social de GBH, a été accepté à l'unanimité des actionnaires publics de GBH. Pour des raisons fiscales, le schéma envisagé dans le rapprochement de GBH et NIH n'a pas été réalisé. Un nouveau schéma poursuivant le même but a donc été élaboré. Dans une première étape, NIH a acquis l'entier du capital-actions de LAG. Suite à une deuxième étape intervenue en juin 2008, GBH a absorbé LAG par voie de fusion, de sorte que NIH détient depuis cette date directement 64.8% des droits de vote et 28,6 % du capital-social de GBH. La troisième étape consiste en la présentation d'une offre publique d'échange de NIH sur les titres de GBH en mains du public.

**E.** NIH présente une offre publique d'échange portant sur toutes les actions au porteur et sur tous les bons de participation au porteur de GBH en mains du public. Les titres nécessaires à l'échange seront émis, en cas d'aboutissement de l'offre, lors d'une augmentation du capital-actions de NIH. Simultanément à cette augmentation de capital, la valeur nominale des actions de NIH sera réduite de CHF 100 à CHF 1. Dans le cas où l'intégralité des actions et des bons de participation de GBH seraient offerts à NIH, l'augmentation du capital-actions serait de CHF 6'687'486, portant ainsi le capital-actions de NIH à CHF 16'687'486.

**F.** L'offre a pour but de permettre à NIH de détenir la majorité des actions et des bons de participations de GBH, dont elle sera la société holding. Elle est justifiée par la volonté de NIH de se concentrer dans le secteur des services financiers, de manière directe par le développement de Banque Cramer et indirectement au travers de sa nouvelle filiale GBH. Après l'exécution de l'offre publique d'échange, NIH envisage d'introduire une procédure en annulation des titres restants de GBH, pour autant qu'elle détienne plus de 98% des droits de vote de GBH. Dans l'hypothèse où elle ne détiendrait que 90% des droits de vote de GBH, NIH envisage de fusionner GBH avec une société qu'elle contrôle, en attribuant aux actionnaires minoritaires restants de GBH une indemnité en espèces en lieu et place d'actions dans la société reprenante. L'offrant a l'intention de coter les titres de NIH à la SIX sur le segment "Local Caps" simultanément à l'exécution de l'offre publique d'échange. En outre, il envisage de décoter les actions au porteur et les bons de participation au porteur de GBH, indépendamment du résultat de l'offre d'échange.

**G.** La publication du prospectus d'offre est prévue pour le 21 octobre 2008, en français dans *L'Agefi* et en allemand dans la *Neue Zürcher Zeitung*, lui conférant ainsi une diffusion nationale. Il est également prévu de le communiquer à la même date à deux des principaux médias électroniques diffusant des informations boursières. Les titulaires des titres GBH se verront offrir 234 actions nominatives de NIH d'une valeur nominale de CHF 1 pour chaque action au porteur de GBH d'une valeur nominale de CHF 300 et 39 actions nominatives de NIH d'une valeur nominale de CHF 1 pour chaque bon de participation au porteur de GBH d'une valeur nominale de CHF 50. La durée de l'offre sera de 20 jours de bourse, sous réserve d'éventuelles prolongations. Le prospectus d'offre, le rapport du conseil d'administration de la société visée, la fairness opinion, le rapport de l'organe de contrôle ainsi que le rapport d'évaluation des titres NIH ont été soumis à l'examen préalable de la Commission des OPA.

Le prospectus soumet l'offre aux conditions suivantes :

"a) NIH reçoit, pendant la période d'offre (éventuellement prolongée), des déclarations d'acceptation portant sur des titres lui conférant au moins 90 % du capital social de GBH.

b) L'augmentation de capital nécessaire à l'exécution de l'offre d'échange de NIH est inscrite au registre du commerce de la République et Canton de Genève.

c) La SIX a définitivement approuvé la cotation des titres NIH au SIX Local Caps et ces titres sont admis au négoce au plus tard le jour de l'exécution de l'offre.

d) Aucun jugement, aucune ordonnance ni aucune autre décision administrative qui interdise ou déclare cette offre ou son exécution non autorisée n'ont été rendus.

NIH se réserve le droit de renoncer en tout ou partie à l'une ou plusieurs des conditions susmentionnées.

La condition a) est une condition suspensive au sens de l'article 13 alinéa 1 de l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition (OOPA).

Les conditions b), c) et d) sont des conditions résolutoires au sens de l'article 13 alinéa 4 OOPA.

L'offre d'échange deviendra caduque si la condition a) n'a pas été remplie et s'il n'y a pas été expressément renoncé à l'expiration de la période d'offre (le cas échéant prolongée). NIH annoncera si la condition suspensive a été remplie ou si elle y renonce en tout ou partie, et cela vraisemblablement le premier jour de bourse suivant l'expiration de la période d'offre (le cas échéant prolongée).

Dans l'hypothèse où les conditions résolutoires b) et c) susmentionnées n'auraient pas été remplies et qu'il n'y aurait pas été renoncé le jour de l'exécution de l'offre, NIH sera en droit soit de retirer son offre d'échange, soit de repousser la date d'exécution de l'offre d'échange jusqu'à ce que l'augmentation de capital nécessaire à l'exécution de l'offre d'échange de NIH soit inscrite au registre du commerce de la République et Canton de Genève et les titres NIH cotés au SIX Local Caps, mais au plus pour quatre mois.

NIH retirera dans tous les cas son offre d'échange si ces conditions n'ont toujours pas été réalisées dans les quatre mois suivant l'expiration du délai supplémentaire d'acceptation".

**H.** L'offrant requiert de la Commission des OPA qu'elle constate que l'offre d'échange de NIH est conforme à la LBVM et qu'elle donne son accord aux conditions résolutoires et libère l'offrant de l'obligation de respecter le délai de carence.

**I.** Une délégation de la Commission des OPA formée de M. Luc Thévenoz (président), Mme Susanne Haury von Siebenthal et M. Thierry de Marignac a été constituée pour se prononcer sur l'offre.

## **Considérants**

### **1. Action de concert**

1. Conformément à l'art. 19, al. 1, lit. d, OOPA, l'offrant doit décrire toutes les personnes agissant de concert avec lui au sens de l'art. 11 OOPA. NIH se conforme à cette exigence à la section 3.5 du prospectus d'offre. Ainsi, toutes les sociétés et personnes agissant de concert avec l'offrant doivent respecter les exigences de l'art. 12 OOPA. Il incombe à l'organe de contrôle de vérifier si ces personnes s'acquittent de leurs obligations à ce sujet.

## **2. Non-application des règles sur l'offre obligatoire - opting out**

2. Par recommandation du 21 juin 2007, la Commission des OPA a constaté que la clause d'opting out contenue dans les statuts de GBH est licite en cas de dépassement du seuil de 33 1/3% par le rachat direct ou indirect d'actions GBH par NIH.

## **3. Non-application des règles sur le prix minimum**

3. L'art. 10, al. 5, OOPA dispose que lorsqu'une offre vise des titres de participation dont l'acquisition permettrait à l'offrant de franchir le seuil imposant une offre obligatoire, le prix de l'offre doit être conforme aux règles sur l'offre obligatoire (art. 32 LBVM; art. 37 à 43 OBVM-CFB). Lorsque les statuts de la société visée contiennent une clause d'opting-out valable, cette règle n'est pas applicable même si l'acquisition permettrait à l'offrant de franchir le seuil imposant une offre obligatoire (voir, parmi d'autres, recommandation du 13 juin 2008 dans l'affaire *Growth Value Opportunities AG*, consid. 2). En l'espèce, la clause d'opting out permet d'écarter les dispositions relatives au prix minimum. Dès lors, bien que les titres de GBH ne soient pas liquides au sens de la communication n°2 de la Commission des OPA du 3 septembre 2007, il n'est pas nécessaire de procéder à leur évaluation par l'organe de contrôle au sens de l'art. 37, al. 4, OBVM-CFB.

## **4. Rapport entre le taux d'échange des différentes catégories de titres de participation**

4. Selon l'art. 24, al. 2, LBVM, l'offrant doit traiter sur un pied d'égalité tous les détenteurs de titres de la même catégorie. Ce principe oblige l'offrant à s'assurer que le rapport entre le taux d'échange des différentes catégories de titres de participation soit raisonnable. En principe, la Commission des OPA laisse l'offrant libre de déterminer selon quels principes les différents rapports d'échanges sont déterminés. Selon l'art. 22, al. 1, OOPA, le prospectus précise brièvement comment ont été établis ces rapports. En l'espèce, le rapport d'échange est décrit au ch. 2.2 du prospectus et a été déterminé sur la base de la valeur nominale des titres respectifs. Il peut donc être considéré comme raisonnable.

## **5. Informations supplémentaires en cas d'offre publique d'échange**

5. Selon l'art. 24 OOPA le prospectus doit fournir des informations supplémentaires en cas d'offres publiques d'échange. Il doit notamment décrire les droits liés aux titres offerts en échange (art. 24, al. 1, OOPA). En l'espèce, le prospectus décrit à son chiffre 2.4 les droits liés aux titres offerts en échange (droits sociaux, droits financiers et transférabilité). Notamment, il indique que la valeur nominale des titres NIH sera réduite de CHF 100 à CHF 1 et qu'une clause d'opting out sera introduite dans les statuts de NIH avant leur cotation au segment "Local Caps" de la SIX.

6. Le prospectus doit également indiquer où peuvent être obtenus les trois derniers rapports annuels de l'offrant ou de la société dont les titres sont offerts en échange, ainsi que le dernier rapport intermédiaire (art. 24, al. 2, OOPA). Si, depuis le dernier rapport annuel ou intermédiaire, la situation financière, les résultats et les perspectives de la société dont les titres sont offerts en échange a changé, cette information doit également figurer dans le prospectus. A l'inverse, si aucune modification n'est intervenue, le prospectus doit l'indiquer expressément (art. 24, al. 3, OOPA). En l'espèce, le prospectus précise expressément qu'aucune modification importante n'est survenue depuis le dernier rapport semestriel.

7. Le prospectus doit contenir une évaluation par un organe de contrôle des titres offerts en échange, étant donné qu'ils ne sont pas cotés au marché principal (art. 24, al. 5, OOPA). Un rapport d'évaluation des titres de la société NIH a été établi par Mazars Coresa (voir chiffre 3.10 du prospectus). Cette évaluation doit mentionner non seulement un résultat, mais également décrire la ou les méthodes employées pour y parvenir (voir recommandation du 12 décembre 2006 dans l'affaire *Bank Linth AG*, consid. 2.4.1). Les rapports d'évaluation au sens de l'art. 24, al. 5. OOPA doivent indiquer concrètement les bases sur lesquelles la réflexion a été menée par les experts, notamment les données utilisées, les hypothèses d'évaluation et les paramètres qui y ont été appliqués, ainsi que la façon dont ils ont été calculés (voir recommandation du 28 juin 2005 dans l'affaire *Gornergrat Bahn AG*, consid. 4.2.3). Contrairement aux avis d'équité, qui ont pour résultat la fixation d'une fourchette de prix permettant aux actionnaires de constater si le prix offert est raisonnable, les rapports d'évaluation doivent se prononcer de manière précise sur le prix de l'action considérée. Une fourchette peut être utilisée dans le processus de détermination du prix, mais la conclusion du rapport doit fixer celui-ci de manière précise. Cette détermination est notamment utile dans le contrôle du respect de la règle du meilleur prix (cf. consid. 5 ci-dessous).

8. Le rapport établi par Mazars Coresa en date du 16 octobre 2008 se base notamment sur les états financiers individuels et audités au 31 décembre 2007 ainsi que sur les rapports intermédiaires au 30 juin 2008 de NIH et Banque Cramer. Le rapport prend en outre en considération les effets de la crise actuelle des marchés financiers. Il constate que la situation financière de Banque Cramer n'a pas fondamentalement changé dans le contexte difficile des marchés boursiers de ces derniers mois. Mazars Coresa estime que la valeur d'une action NIH avant *splitting* se monte à CHF 830.40, cette estimation ne tenant pas compte de l'impact des synergies potentielles et des coûts de transaction ou d'intégration sur la valeur de l'action. Le rapport indique clairement les informations sur lesquelles il est fondé, les méthodes d'évaluation utilisées, les hypothèses d'évaluation qui ont été prises en considération ainsi que les paramètres qui leur ont été appliqués. Les actionnaires ont ainsi la possibilité de comprendre la façon dont la valeur des titres NIH a été calculée. Par conséquent, le rapport correspond aux exigences légales de l'art. 24, al. 5, OOPA.

## **6. Best Price Rule**

9. Dès la publication de l'offre, si l'offrant 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/Best Price Rule). Selon la pratique constante de la Commission des OPA, cette règle vaut dès la publication de l'annonce préalable, ou à son défaut, du prospectus, et 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 9 novembre 2007 dans l'affaire *Atel Holding AG*, consid. 6.2).

10. Dans le cas d'une offre d'échange, le prix de l'offre évolue habituellement de pair avec le cours du titre offert en échange (voir recommandation du 25 septembre 2006 dans l'affaire *Acorn Alternative Strategies AG*, consid. 5.2; recommandation du 24 août 2005 dans l'affaire *Leica Geosystems Holdings AG*, consid. 7.3). Compte tenu du fait que les titres offerts en échange ne sont pas cotés en l'espèce, il y a lieu de retenir l'estimation fixée dans le rapport d'évaluation des titres NIH pour calculer le prix de l'offre. Le rapport de l'organe de contrôle estime le prix d'une action NIH, d'une valeur nominale de CHF 100 avant *splitting*, à CHF 830.40. Ce prix sera par conséquent de CHF 8.304 par action NIH d'une valeur nominale de CHF 1. Compte tenu du rapport d'échange, la valeur de l'offre se monte à CHF 1'943.14 (234 x 8.304) pour une action au porteur GBH et à CHF 323.86 (39 x 8.304) pour un bon de participation au porteur GBH.

11. L'organe de contrôle doit vérifier le respect de la règle du meilleur prix jusqu'à l'échéance du délai de six mois et établir un rapport final à ce sujet à l'intention de la Commission des OPA (art. 27 OOPA).

## **7. Conditions**

12. En principe, l'offre ne peut être soumise qu'à des conditions suspensives sur l'accomplissement desquelles l'offrant ne peut pas exercer d'influence déterminante et qui doivent intervenir pendant la durée de l'offre (art. 13 al. 1 OOPA). Cette disposition interdit à l'offrant de lier son offre à des conditions irréalisables en pratique, de telle sorte que l'offre ne pourrait aboutir que dans le cas où il renoncerait à la réalisation de la condition. Des conditions résolutoires ne sont possibles qu'avec l'accord de la Commission des OPA (art. 13 al. 4 OOPA). Cet accord n'est donné que si la condition résolutoire confère à l'offrant des avantages clairs, lesquels priment nettement les désavantages en résultant pour les destinataires de l'offre (voir recommandation du 29 août 2006 dans l'affaire *Agie Charmilles Holding AG*, consid. 5.1). En l'espèce, l'offre est soumise à quatre conditions (cf. lettre G de l'état de fait).

### **7.1 Condition a)**

13. Lorsque l'offrant conditionne son offre à l'obtention d'un seuil minimal de participation dans la société visée, ledit seuil ne doit pas être fixé à un niveau si élevé que la réalisation de la condition apparaisse d'emblée exclue. Une condition qui ne satisferait pas à cette exigence serait potestative et donc interdite en application de l'art. 13, al. 1, première phrase, OOPA, puisque l'offre ne pourrait aboutir que si son auteur renonçait à s'en prévaloir (voir recommandation du 27 mai 1999 dans l'affaire *Calanda Bräu*, consid. 6). En l'espèce, le seuil a été fixé à 90% du capital social de GBH. L'offrant détient actuellement 28.6% du capital social de la société visée, de sorte que 71,4% du capital social est détenu par le public. Dans l'examen de la licéité de cette condition, il y a également lieu de tenir compte du fait qu'il est difficile d'établir si le prix de l'offre, calculé selon la valeur fixée par l'organe de contrôle dans son rapport d'évaluation (à savoir CHF 1'943.14 pour chaque action au porteur GBH et CHF 323.86 pour chaque bon de participation au porteur GBH) présente une prime par rapport au cours de bourse des titres GBH, dont le marché est illiquide.

14. Selon l'offrant, le seuil de 90% devrait aisément être atteint, compte tenu du fait que les actions et les bons de participation de GBH seront par la suite décotés, et du fait que les actionnaires de GBH se sont déjà prononcés sur le projet de rapprochement entre NIH et GBH, l'approuvant unanimement lors de l'assemblée générale ordinaire de 2007. L'offre aura également pour conséquence de faire bénéficier les actionnaires et participants publics de GBH d'un titre unique, le capital-actions de l'offrant n'étant composé que d'une seule catégorie de titres.

15. Par le passé, la Commission des OPA a admis des conditions qui prévoyaient un seuil minimal d'acceptation relativement élevé, par exemple de 90% ou plus, alors qu'un pourcentage important d'actions se trouvaient encore détenues dans le public (voir tableau récapitulatif dans Tschäni, Iffland, Diem, *Öffentliche Kaufangebote*, Zürich, 2007, p. 131s). Dans chaque cas, il a été examiné s'il était réaliste que le seuil fixé puisse être atteint afin de s'assurer que la condition ne soit pas potestative, en prenant en considération les circonstances concrètes de l'espèce. Dans le cas présent, le seuil de 90% n'apparaît pas irréaliste, de sorte que la condition suspensive peut être admise.

## **7.2 Condition b)**

16. La pratique de la Commission des OPA admet une condition de ce genre, qu'elle soit qualifiée de condition suspensive ou résolutoire, lorsqu'elle vise à éviter qu'une augmentation de capital ne soit décidée et que l'émission des titres soit retardée ou empêchée par un éventuel blocage du registre du commerce suite à une opposition de droit privé. L'offrant doit prendre toutes les mesures aptes à garantir que la condition soit remplie. (voir parmi d'autres : recommandation du 9 novembre 2007 dans l'affaire *Atel Holding AG*, consid. 4.3). En l'espèce, l'assemblée générale visant à décider l'augmentation de capital nécessaire à l'émission des titres offerts en échange n'a pas encore été convoquée. Le conseil d'administration de l'offrant a toutefois démontré à la Commission des OPA qu'il avait pris toutes les mesures utiles et nécessaires pour que l'augmentation du capital-actions de NIH puisse avoir lieu dans les délais prévus et qu'elle soit effectivement inscrite au registre du commerce. Cette condition peut donc être admise..

## **7.3 Condition c)**

17. Selon la pratique constante de la Commission des OPA, une telle condition est admissible, qu'elle soit qualifiée de condition suspensive ou résolutoire. L'offrant doit toutefois prendre toutes les mesures nécessaires pour s'assurer que cette condition soit remplie (recommandation du 26 mars 1999 dans l'affaire *Stratec Holding Ltd*, consid. 3; recommandation du 9 novembre 2007 dans l'affaire *Atel Holding AG*, consid. 4.4). Ici également, le conseil d'administration a démontré à la Commission des OPA qu'il avait pris toutes les mesures utiles et nécessaires afin d'assurer que la cotation soit admise par la SIX. La banque Vontobel a été mandatée pour la préparation des documents de cotation. En outre, l'accomplissement de la condition va dans l'intérêt des actionnaires. La condition n'apparaît donc pas soumise à l'influence déterminante de l'offrant (art. 13, al. 1, OOPA) et peut donc être admise.

## **7.4 Condition d)**

18. Selon la pratique constante de la Commission des OPA, une telle condition est admissible, qu'elle soit qualifiée de condition suspensive ou résolutoire (voir parmi d'autres : recommandation du 26 septembre 2008 dans l'affaire *Ciba Holding AG*, consid. 5.9).

## **8. Rapport du conseil d'administration**

### **8.1 Rapport financier**

19. L'art. 29, al. 1, LBVM oblige le conseil d'administration de la société visée à révéler toute information nécessaire pour permettre aux destinataires de l'offre de prendre leur décision en connaissance de cause. Il doit notamment les informer d'évènements importants survenus dans la marche des affaires dont il a connaissance et qui n'ont pas encore été rendus publics. 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 (voir recommandation du 8 août 2008 dans l'affaire *Speedel Holding AG*, consid. 7.1; recommandation du 26 septembre 2008 dans l'affaire *Ciba Holding AG*, consid. 6.1).

20. En l'espèce, le dernier rapport annuel remonte au 31 décembre 2007, mais GBH a publié un rapport intermédiaire au 30 juin 2008. En outre, le conseil d'administration a indiqué qu'aucune modification importante du patrimoine, du résultat, de la situation financière ou des perspectives commerciales de GBH n'était survenue depuis le dernier rapport semestriel. Il a notamment indiqué que Banque Cramer n'est touchée que de manière indirecte par les problèmes survenus sur les marchés boursiers et bancaires (cf. ch. 8.7 du prospectus). Le rapport contient donc les informations financières nécessaires et est conforme à l'art. 29, al. 1, LBVM.

## **8.2 Conflits d'intérêts - Fairness Opinion**

21. 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 en outre se prononcer sur les conséquences financières de l'offre pour ces personnes. Il 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. Le rapport doit présenter les indications requises pour chaque personne individuellement (voir recommandation du 14 mars 2007 dans l'affaire Gétaz Romang Holding SA, consid. 6.2.1).

22. En l'espèce, les membres du conseil d'administration de GBH sont les suivants : Monsieur Massimo Esposito, président, et MM. Samy Maman, Christian Mossaz et Giovanni Rossi, membres. Conformément à la pratique de la Commission des OPA, le rapport indique clairement quelles seront les conséquences de l'offre d'échange pour les membres du conseil d'administration et de la direction générale (cf. ch. 8.8 du prospectus). Le rapport indique en outre que tous les membres du conseil d'administration se trouvent, à des degrés divers, en situation de conflit d'intérêt. Au vu de ce qui précède, il apparaît clairement que le conseil d'administration de la société visée n'est pas en mesure de se prononcer en toute indépendance sur l'offre d'échange.

23. En présence de conflits d'intérêts, l'une des mesures appropriées pour éviter qu'ils ne lèsent les destinataires de l'offre est notamment le recours à l'établissement d'un avis d'équité (fairness opinion) par un expert indépendant. Lorsque le conseil d'administration base sa prise de position sur un avis d'équité, celui-ci fait partie intégrante du rapport du conseil d'administration et doit être publié simultanément avec lui. Il doit être motivé selon les exigences applicables au rapport du conseil d'administration (art. 29, al. 4, OOPA).

24. En l'espèce, le conseil d'administration de GBH a mandaté BDO Visura en vue de l'établissement d'un avis d'équité. Celui-ci a été joint au prospectus d'offre et indique concrètement les informations sur lesquelles il est fondé ainsi que les méthodes d'évaluation utilisées par BDO Visura. Il indique en outre quelles hypothèses d'évaluation ont été prises en considération ainsi que les paramètres qui leur ont été appliqués. En outre, l'avis d'équité tient compte de l'évolution des marchés bancaires et boursiers des derniers mois. Il s'appuie notamment sur les comptes intermédiaires de NIH au 30 juin 2008 ainsi que sur les informations disponibles des clôtures intermédiaires à fin septembre 2008. Les directions de GBH et de NIH ont confirmé à l'auteur de l'avis d'équité que depuis la date de référence (1er octobre 2008), aucun événement n'est survenu qui pourrait avoir une incidence sur la substance des sociétés et sur les réflexions d'évaluation. En cela, l'avis d'équité permet aux destinataires de l'offre de comprendre l'estimation faite par l'expert indépendant et leur permet de prendre leur décision d'accepter ou de rejeter l'offre en toute connaissance de cause (art. 29, al. 1, OOPA). L'avis d'équité est donc clairement motivé et conforme à l'art. 29, al. 4, OOPA.

### **8.3 Autres informations**

25. Pour le surplus, les autres informations contenues dans le rapport du conseil d'administration sont conformes aux exigences légales.

### **9. Suppression du délai de carence**

26. L'offre a été soumise à l'examen de la Commission des OPA avant sa publication. Le prospectus inclut le rapport du conseil d'administration de la société visée. Les conditions requises étant remplies, l'offrant est libéré de l'obligation de respecter le délai de carence (art. 14, al. 2, OOPA).

### **10. Publication**

27. 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.

### **11. Emolument**

28. L'offre d'échange porte au maximum sur 18'579 actions au porteur et 60'000 bons de participations au porteur de GBH. Conformément à l'art. 62, al. 4, OOPA, en cas d'offre publique d'échange dont les titres offerts en échange ne sont pas cotés au marché principal, l'émolument est fixé sur la base de l'évaluation effectuée par l'organe de contrôle. Selon cette évaluation, une action nominative de NIH a une valeur de CHF 830.40. Il en découle qu'une action au porteur GBH a une valeur de CHF 1'943.14 et qu'un bon de participation au porteur GBH a une valeur de CHF 323.86. Le montant total de l'offre est par conséquent de CHF 55'533'178. En application de l'art. 62, al. 2 et 3, OOPA, l'émolument à la charge de l'offrant pour l'examen de la présente requête est fixé à CHF 27'800.

\*\*\*\*\*

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

1. L'offre publique d'échange de Norinvest 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 libère Norinvest Holding SA de l'obligation de respecter le délai de carence (art. 14, al. 2, OOPA).
3. La Commission des OPA donne son accord aux conditions résolutoires auxquelles l'offre d'échange est soumise (prospectus ch. 2.7, lettres b à d; art. 13, al. 4, OOPA).
4. La présente recommandation sera publiée sur le site Internet de la Commission des OPA le jour de la publication du prospectus d'offre.
5. L'émolument à charge de Norinvest Holding SA s'élève à CHF 27'800.

Le Président :

Luc Thévenoz

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 l'offrant, par l'intermédiaire de son mandataire (KPMG SA, MM. Nicolas Cottier et Peter Goetschi);
- à la société visée, par l'intermédiaire de son mandataire (KPMG SA, MM. Nicolas Cottier et Peter Goetschi);
- à la Commission fédérale des banques;
- à l'organe de contrôle, pour information.