

MicroValue SA

**Attestation d'équité à l'attention du
Conseil d'administration de
MicroValue SA**

Appréciation de l'adéquation financière de l'offre
publique d'échange de Vontobel Holding SA, Zurich,
pour toutes les actions au porteur de MicroValue SA
pas encore détenues par Vontobel Holding SA, Zurich,
en parts du fonds nouvellement créé et admis au
Luxembourg Variopartner SICAV – MIV Global
Medtech Fund (Classe P1)

Table des matières

1	Introduction	6
1.1	Exposé de la situation	6
1.2	Mandat du Conseil d'administration de MicroValue à KPMG	6
2	Profil d'entreprise de MicroValue SA	8
2.1	Politique d'investissement	8
2.2	Rapport annuel au 31 décembre 2006 et rapport semestriel au 30 juin 2007	9
2.3	Modification du capital-actions	9
3	Structure de la transaction	10
3.1	Décision du Conseil d'administration	10
3.2	Déroulement de la transaction	10
3.2.1	Offre publique d'échange	11
3.2.2	Etablissement d'un fonds d'investissement	11
3.2.3	Accord sur la transaction entre Vontobel et MicroValue	12
3.2.4	Transfert des actifs	13
3.2.5	Aspect fiscal	13
3.2.6	Structure visée après l'exécution de la transaction	13
4	Analyse de l'offre publique d'échange	15
4.1	Evaluation de MicroValue	15
4.2	Evaluation des parts de fonds proposées en échange	15
4.3	Appréciation du déport	15
4.4	Sélection des entreprises comparables	16
4.5	Analyse de la décote	16
4.6	Analyse de liquidité	17
4.7	Analyse des transactions historiques	18
4.8	Conséquences fiscales	18
4.9	Commission de rachat	19
4.10	Facteurs d'influence sur le déport	19
5	Alternatives pour les actionnaires	20
5.1	Vente d'actions à la bourse	20
5.2	Liquidation	21

6	Autres points observés	22
6.1	Facteurs d'influence sur la Net Asset Value	22
6.1.1	Fluctuation des cours	22
6.1.2	Politique de placement	22
6.1.3	Risques d'un fonds ombrelle	23
6.2	Frais d'administration	23
7	Conclusion de l'attestation d'équité	24

Table des illustrations

Illustration 1: Sectorisation des participations de MicroValue	8
Illustration 2: Structure juridique avant la transaction.....	10
Illustration 3: Structure juridique pendant la transaction.....	11
Illustration 4: Structure légale après la transaction.....	14
Illustration 5: Décotes des entreprises comparées	16
Illustration 6: Liquidité des entreprises comparables	17
Illustration 7: Transactions comparables	18
Illustration 8: Cours de l'action et de la NAV de MicroValue (01.12.2004 – 9.1.2008)	20

Définitions et abréviations

1/2

Actions publiques	La totalité des actions moins les propres actions au porteur
CO	Code des obligations
COPA	Commission des offres publiques d'acquisition
Date d'exécution	Date à laquelle le transfert des actions de MicroValue, le paiement de la NAV (après déport) dans les fonds par Vontobel, l'offre d'échange ainsi que l'acquisition de tous les actifs (après déduction du déport) sont effectués
Décote/prime	Différence en pourcentage entre le cours de bourse d'une action et la Net Asset Value à une date donnée
Déport	Différence en pourcentage entre le prix de l'offre et la Net Asset Value à la date de référence
Fonds	Fonds de placement de droit luxembourgeois: Variopartner SICAV - MIV Global Medtech Fund
IFRS	International Financial Reporting Standards
Jour de référence	Date à laquelle la NAV est déterminée pour l'offre d'échange et date de référence pour le calcul des passifs (incluant engagements conditionnels, provisions). Troisième jour d'ouverture des marchés avant la date d'exécution
KPMG	KPMG SA, Service Corporate Finance
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
Liquidité	Moyenne du rapport entre le volume d'actions négocié chaque semaine et le total des actions émises
MicroValue	MicroValue SA
NAV	Net Asset Value: Fortune nette divisée par le nombre d'actions ou de parts de fonds en circulation
OBVM-CFB	Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
Offre d'échange	Offre publique d'échange facultative présentée par Vontobel pour toutes les actions au porteur de MicroValue pas encore détenues par Vontobel
OOPA	Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition
Opting Out	Par disposition statutaire, la valeur limite déterminante pour le déclenchement de l'obligation de présenter une offre peut être entièrement exclue

Définitions et abréviations

2/2

Opting Up	Par disposition statutaire, la valeur limite déterminante pour le déclenchement de l'obligation de présenter une offre peut être élevée à 49% au maximum
SICAV	Société d'investissement à capital variable (société d'investissement selon la partie I (Organismes pour des placements mutuels en titres) du droit luxembourgeois du 20 décembre 2002)
SWX	SWX Swiss Exchange
Vontobel	Vontobel Holding SA

1 Introduction

1.1 Exposé de la situation

MicroValue SA ("MicroValue") avec siège social à Zurich, Suisse, est une société de participation qui est cotée depuis le 4 mars 1998 à la SWX Swiss Exchange dans la catégorie des sociétés d'investissement. Elle est régie par le droit suisse. A fin novembre, le capital-actions se compose de 619'650 actions au porteur avec une valeur nominale de CHF 200 chacune. Le capital-actions de MicroValue s'élève à CHF 123'930'000.

Les statuts de la société ne contiennent ni clause d'Opting Out ni clause d'Opting Up.

L'accent quant aux placements est mis sur des sociétés cotées américaines et européennes dans le domaine de la technologie médicale.

Vontobel Holding SA ("Vontobel") est une société anonyme cotée à la SWX avec siège principal à Zurich, Suisse. Le Groupe Vontobel est principalement actif dans les branches suivantes: Private Banking, Investment Banking, Asset Management et fonds d'investissement.

Avec l'annonce préalable prévue le 10 janvier 2008, Vontobel annonce une offre publique d'échange selon l'art. 2 LBVM portant sur toutes les actions au porteur MicroValue en mains du public. Dû au fait que l'acquisition des actions au porteur déclenche l'obligation de présenter une offre, l'offre d'échange est soumise aux dispositions relatives aux offres obligatoires des art. 10 5^{ème} al. OOPA, art. 32 4^{ème} al. LBVM et art. 37 à 43 OBVM-CFB.

1.2 Mandat du Conseil d'administration de MicroValue à KPMG

Le conseil d'administration de MicroValue a mandaté KPMG SA, service Corporate Finance ("KPMG"), pour l'établissement d'une attestation d'équité, qui apprécie l'adéquation financière de l'offre publique d'échange pour toutes actions au porteur MicroValue en mains du public. Dans le cadre de l'offre publique d'échange, la publication de l'attestation entière, sa remise à des parties intéressées ainsi que la référence à l'attestation dans le prospectus d'offre sont admises.

L'attestation ne constitue en aucun cas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'échange. De plus, elle ne contient aucune appréciation sur les points suivants:

- Modalités d'indemnisation et conditions de l'offre obligatoire
- Répercussions que peut avoir une décision d'acceptation ou de refus de l'offre pour les actionnaires
- Valeur future d'une action MicroValue ainsi que le prix auquel les actions MicroValue non mises à l'offre seront négociées pendant de délai d'offre et le délai supplémentaire.
- Appréciation juridique de la structure de la transaction

Dans le cadre de cette attestation d'équité, KPMG n'a effectué ni révision selon le droit des sociétés anonymes ni Due Diligence.

Par rapport à l'établissement de l'attestation d'équité et de l'utilisation d'informations financières et autres sur MicroValue, KPMG a présumé leur justesse et intégralité et s'y est reposé sans prendre la responsabilité pour une vérification indépendante des informations de cette nature.

En outre, KPMG se base sur la garantie écrite du Conseil d'administration et de la direction de la société MicroValue, selon laquelle ils n'ont pas connaissance de faits et de circonstances que les informations mises à dispositions soient incomplètes, fausses ou trompeuses.

Cette attestation d'équité est une traduction française du document original allemand. En cas de dissension la version allemande expose la version prépondérante.

2 Profil d'entreprise de MicroValue SA

2.1 Politique d'investissement

La société de participation MicroValue est une société suisse d'investissement avec siège principal à Zurich. Les 619'650 actions au porteur, d'une valeur nominale de CHF 200 chacune, sont cotées à la SWX. Les investissements sont principalement réalisés dans des entreprises en croissance actives dans le domaine de la technologie médicale, dont l'accent géographique est mis sur les Etats-Unis et l'Europe. Dû au trend démographique et le désir de plus de qualité de vie et mobilité, MicroValue qualifie la technologie médicale comme marché de croissance à long terme. Des participations dans des sociétés non cotées en bourse sont aussi admissibles. A fin novembre 2007, MicroValue détient des participations dans 15 sociétés cotées en bourse, dont la sectorisation de marché est visible dans l'illustration suivante:

Illustration 1: Sectorisation des participations de MicroValue



Source: Rapport mensuel MicroValue de novembre 2007 (www.microvalue.ch)

2.2 Rapport annuel au 31 décembre 2006 et rapport semestriel au 30 juin 2007

Le dernier rapport révisé a été publié à l'occasion de la clôture des comptes au 31 décembre 2006. Le rapport a été établi aussi bien selon IFRS que selon le CO. Durant le premier semestre 2007, la société a réalisé un bénéfice net de CHF 22.9 millions.

Le total du bilan (IFRS) pour fin juin 2007 s'élève à environ CHF 412 millions. A cette même date, les fonds étrangers à court terme ont été portés au bilan pour un montant de CHF 2.3 millions. La Net Asset Value ("NAV") de MicroValue s'élevait le 8 janvier 2008 à CHF 732 par action, tandis que le cours boursier était à CHF 674. Cela correspond à une décote de 7.9 %.¹

2.3 Modification du capital-actions

Le 23 octobre 2007, MicroValue a détruit 68'850 actions propres qui ont été acquises préalablement dans le cadre du deuxième programme de rachat d'actions dans la période du 30 janvier 2007 au 19 juillet 2007. Au 9 janvier 2008, le nombre d'actions propres est 57'652.

Le 15 août 2007, MicroValue a initié un troisième programme de rachat d'actions sur une deuxième ligne de négoce à travers laquelle un maximum de 61'965 actions au porteur peuvent être rachetées. Cela correspond à 10 % de l'ensemble du capital-actions au 15 août 2007. Cependant, à l'heure actuelle il n'existe aucune intention d'effectuer un rachat d'actions à travers cette ligne de négoce. Jusqu'au 9 janvier 2008, aucune action n'a encore été rachetée.

¹ Source: Bloomberg

3 Structure de la transaction

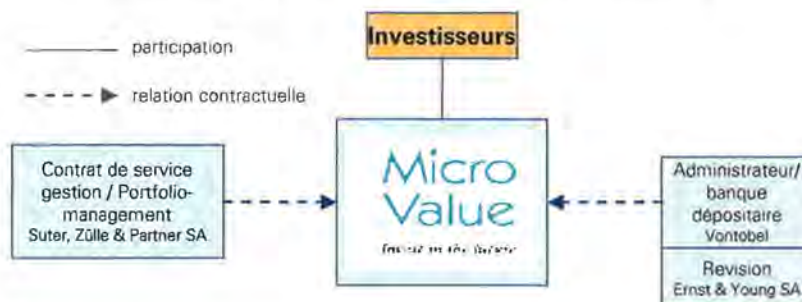
3.1 Décision du Conseil d'administration

Conformément au communiqué de presse du 24 août 2007 la principale raison pour que le conseil d'administration et la direction de l'entreprise aient décidé l'examen d'une possible transformation en un fonds de placement, est le fait que le cours à la bourse est inférieur à la NAV de MicroValue. La décote moyenne des derniers 12 mois avant le communiqué de presse du 24 août 2007 était de 11.7% et la dernière décote avant cette annonce était de 10.6 %. ² La décote sur la NAV ainsi que la forme juridique peu flexible de société de participation représentent selon MicroValue un désavantage concurrentiel en comparaison avec un fonds de placement.

3.2 Déroulement de la transaction

L'illustration suivante visualise la structure juridique de MicroValue avant la transaction planifiée:

Illustration 2: Structure juridique avant la transaction

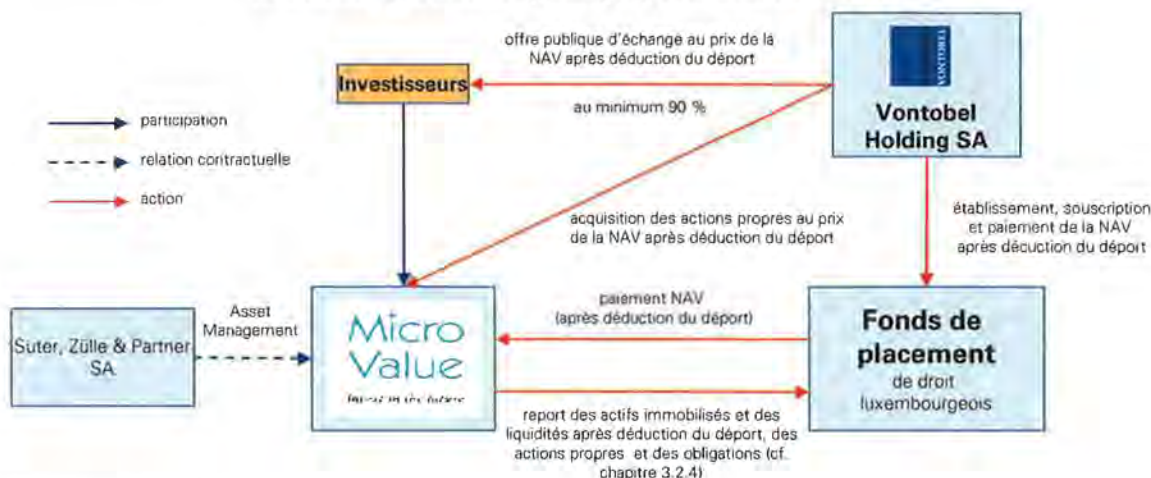


Source: Vontobel

² Source: Bloomberg

De par l'acceptation de l'offre publique d'échange, les actionnaires ont la possibilité d'échanger leurs actions au porteur contre des parts de fonds. Ci-après suit une explication des étapes de transaction ainsi que le mécanisme (cf. également l'illustration ci-après).

Illustration 3: Structure juridique pendant la transaction



Source: Vontobel

3.2.1 Offre publique d'échange

Vontobel présente une offre publique d'échange facultative à tous les actionnaires détenteurs d'actions au porteur MicroValue. L'offre est soumise à la condition que jusqu'à l'expiration du délai d'offre, un minimum de 90 % de toutes les actions MicroValue émises avant la fin du délai d'offre doit avoir été présenté à l'offre. Comme contre-valeur, les actionnaires offreurs obtiennent une part de fonds par action. Le calcul du rapport d'échange s'oriente à la NAV du jour de référence après déduction du dépôt de 3.9 % défini par Vontobel. Pour une action, l'actionnaire obtient une part de fonds, dont la valeur, conformément à la structure de transaction, correspond à la NAV de MicroValue après dépôt.

3.2.2 Etablissement d'un fonds d'investissement

Préalablement à la publication de l'offre respectivement à son annonce préalable, Vontobel a créé un fonds de placement de droit luxembourgeois. Les autorisations requises ont été allouées par la Commission de Surveillance du Secteur Financier avec tampon du 30 novembre 2007. Le 20 décembre 2007 la Commission fédérale des banques a autorisé la distribution en et de Suisse du fonds partiel. Sa demande d'autorisation de distribution en Allemagne n'a pas encore été déposée mais est cependant prévue. Le fonds de droit luxembourgeois a été construit en forme de fonds ombrelle avec plusieurs fonds partiels et classes d'investisseurs. L'actionnaire offreur obtient des parts de fonds de classe P1 (en CHF). Conformément aux directives sur les fonds, ces parts de fonds peuvent, par la suite et en cas de besoin, être transformées en classe P2 (en €). De plus existent aussi les classes I1 (en CHF) et I2 (en €), qui peuvent être échangées par la suite en cas d'une souscription minimale.³ Selon le prospectus d'offre, il n'est pas possible à

³ Souscription minimale: CHF 500'000 respectivement € 300'000

l'actionnaire MicroValue d'échanger ses actions directement en parts de fonds de classe I. Le fonds a pris le nom de "MIV Global Medtech Fund" et est un fonds partiel de Variopartner SICAV. Le fonds a été approuvé en octobre 2007 par les autorités luxembourgeoises. Le règlement de fonds a été rédigé et admis par les autorités luxembourgeoises. Selon le droit luxembourgeois, le fonds partiel est perçu comme unité délimitée et comme pool particulier de biens et d'obligations. Les droits des investisseurs et créanciers par rapport au fonds partiel sont limités aux biens du fonds partiel. Dans le fonds partiel même l'on distingue à nouveau plusieurs classes d'investisseurs. Pour le fonds partiel l'objectif est de réaliser une croissance de valeur la plus élevée possible qui doit être atteinte par des participations dans des sociétés du domaine de la technologie médicale à échelle mondiale. Lors des investissements les directives suivantes sont à observer:

- En tenant compte de la diversification des risques, au moins deux tiers de la fortune totale du fonds partiel doivent être investis directement ou indirectement dans des titres de participation (actions, bons de participation, etc.) d'émetteurs globaux opérant principalement dans le domaine de la technologie médicale.
- Jusqu'à un tiers du fonds partiel peut être investi dans des titres de participation de sociétés n'opérant pas ou pas principalement dans le domaine de la technologie médicale.
- Jusqu'à un tiers du fonds partiel peut être investi en liquidités détenues en Francs Suisses ou en d'autres monnaies facilement convertibles.

Dans le cadre de l'accord de transaction du 9 janvier 2008, Vontobel a pris l'engagement lors de la date d'exécution de souscrire les parts de fonds nécessaires et de les libérer par moyen de paiement de la NAV au 6 mars 2008 après déduction du déport de 3.9 %.

Les parts de fonds proposées à l'échange ainsi que les parts de fonds de classe P2, I1 et I2 seront cotées à la bourse luxembourgeoise.

3.2.3 Accord sur la transaction entre Vontobel et MicroValue

Le 9 janvier 2008, Vontobel et MicroValue concluent un accord de transaction qui définit, entre autres choses, le rachat par Vontobel de 57'652 actions au porteur de MicroValue, qui dans le passé avait été rachetées par MicroValue. Le prix d'achat correspond à la NAV du 6 mars 2008 après déduction du déport convenu de 3.9 % et se calcule de la manière suivante: NAV du 6 mars 2008 diminuée du déport de 3.9 % et divisée par le nombre d'actions en mains du public. Dans l'accord de transaction, les actions en mains du public sont définies de la manière suivante: total des actions (619'650) moins les actions au porteur propres (57'652). Le prix d'achat sera réglé en espèce sous condition que toutes les conditions de l'offre publique d'échange soient satisfaites.

3.2.4 Transfert des actifs

Selon le contrat de transaction, MicroValue transfère toutes les immobilisations (participations) et liquidités au fonds de placement nouvellement créé. Ne sont pas inclus les actifs suivants qui sont gardés en tant que liquidités:

- le prix payé par Vontobel pour les propres actions au porteur détenues par MicroValue
- liquidités en CHF qui correspondent au déport de 3.9 % multipliée par le nombre d'actions en mains du public
- liquidités en CHF qui correspondent à la somme de toutes obligations, engagements conditionnels et autres passifs (incluant les réserves) au jour de référence

Le fonds de placement s'acquitte d'un paiement en espèce à MicroValue du montant de la NAV après déduction du déport au 6 mars 2008. Ces moyens seront générés par la libération en espèces des parts de fonds par Vontobel. Cela aura lieu le 11 mars 2008 ("date d'exécution"). A la suite du transfert, les actifs de MicroValue se composeront exclusivement d'espèces respectivement d'avoirs dans les banques, de passifs (incluant les réserves) et d'engagements conditionnels.

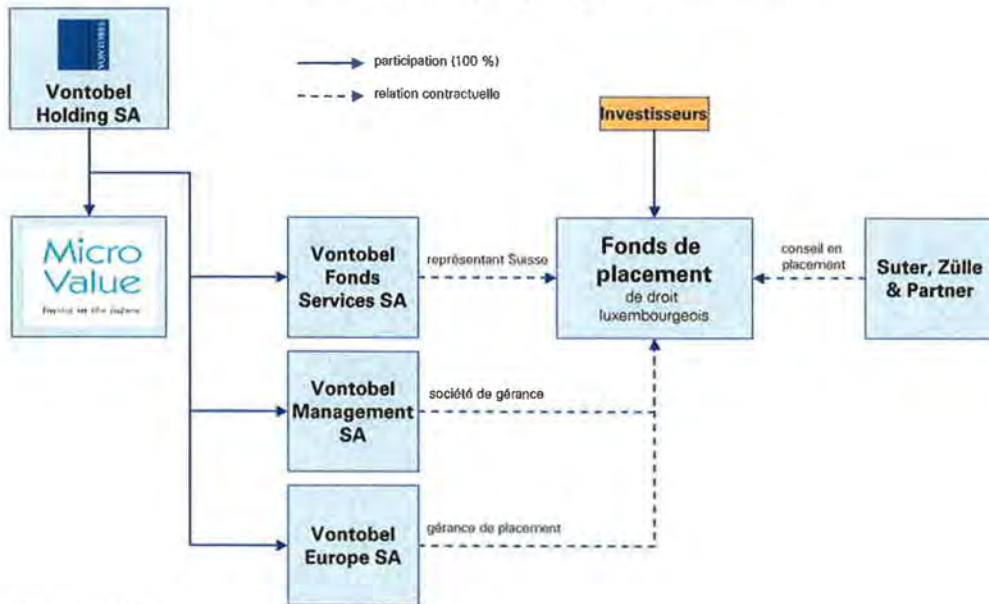
3.2.5 Aspect fiscal

Conformément au ruling fiscal de l'Administration fédérale des contributions et de l'administration fiscale du Canton de Zurich datant du 23 novembre 2007, la transaction n'entraînera aucune conséquence fiscale désavantageuse pour les destinataires de l'offre qui détiennent leurs actions dans leur fortune privée et sont contribuables en Suisse. Dans le prospectus d'offre Vontobel s'engage – sous réserve d'un changement du fondement de la loi fiscale – à respecter le ruling fiscal.

3.2.6 Structure visée après l'exécution de la transaction

A la fin de la transaction décrite ci-dessus, il résulte une structure juridique qui se présente de manière simplifiée dans l'illustration suivante:

Illustration 4: Structure légale après la transaction



4 Analyse de l'offre publique d'échange

4.1 Evaluation de MicroValue

Principalement, la valeur d'une entreprise peut être déterminée par des approches différentes, dont entre autres les suivantes:

- Méthodes de valeur de rendement/méthodes Discounted Cash Flow
- Multiples à l'aide d'entreprises et de transactions comparables
- Net Asset Value (NAV)

Pour les sociétés dont l'activité opérationnelle se concentre sur les investissements dans des participations, l'approche NAV est la méthode d'évaluation la plus courante. Les approches fondamentales (méthodes valeur de rendement / DCF) ainsi que les multiples du marché ne sont pas adéquats pour des sociétés d'investissement. Dans le cas de MicroValue, il s'agit d'une entreprise qui détient uniquement des parts de sociétés cotées dont les valeurs de marché sont observables à tout moment. La NAV se calcule à l'aide de la valeur de marché en y additionnant les autres actifs et en déduisant les engagements. La détermination de la NAV de MicroValue de cette manière est relativement fiable. Pour cette raison, nous renonçons aux évaluations individuelles des participations par d'autres moyens.

4.2 Evaluation des parts de fonds proposées en échange

Des titres de participations non cotés qui sont proposés à l'échange dans le cadre d'une acquisition publique doivent être évalués suivant l'art. 42 2^{ème} al. OBVM-CFB. En accord avec la CFB, la COPA peut toutefois, se fondant sur art. 43 OBVM-CFB, pour de justes motifs, accorder une dérogation par rapport à l'obligation d'évaluation des titres proposés à l'échange. Conformément à la recommandation par la COPA le 20 décembre 2007 dans le cas présent, l'on peut renoncer à une évaluation des parts de fonds proposées à l'échange, car entre autre le portefeuille de participation de MicroValue est identique à celui du fonds créé par Vontobel.

4.3 Appréciation du déport

Pour l'appréciation de l'adéquation financière de l'offre publique d'échange dans le cas concret de MicroValue, il convient d'analyser, comme autre aspect central à part la détermination classique de la valeur, le déport offert. La détermination du déport se fait à l'aide de la moyenne des décotes et liquidités d'entreprises comparables. S'y ajoute l'analyse des déports offerts lors de transactions comparables. Du point de vue des actionnaires, les conséquences fiscales liées à l'offre d'échange ainsi que les frais de vente sont également d'intérêt et pour cela analysés ci-dessous.

4.4 Sélection des entreprises comparables

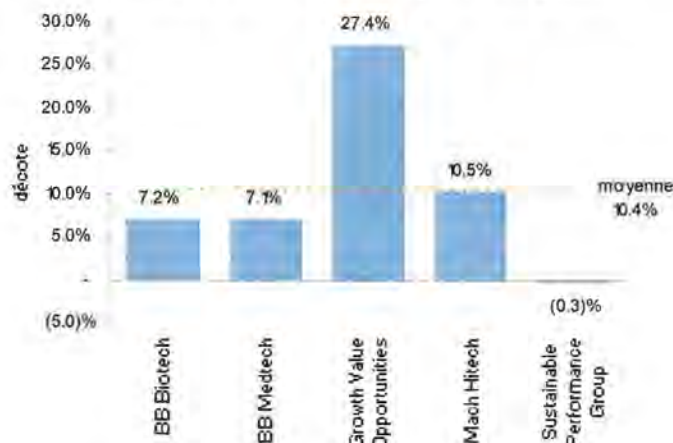
Dans un premier temps, l'univers des entreprises comparables est réduit à des sociétés d'investissement cotées à la SWX.⁴ Une réduction supplémentaire du nombre est atteinte en ne prenant en considération que les entreprises investissant principalement dans des entreprises cotées. Finalement, l'analyse des données des entreprises et leur stratégie de placement nous livre les cinq entreprises comparables suivantes qui servent de base pour l'analyse de marché:⁵

- BB Biotech SA
- BB Medtech SA
- Growth Value Opportunities
- Mach Hitech SA
- Sustainable Performance Group

4.5 Analyse de la décote

L'illustration suivante compare la moyenne des décotes hebdomadaires de MicroValue et des entreprises comparables sur la période des 12 derniers mois (cours de clôture):

Illustration 5: Décotes des entreprises comparées



Source: Bloomberg 9.1.2008

La comparaison montre que la décote moyenne de MicroValue (10.1 %) est située légèrement au dessous de la moyenne du groupe de comparaison. Les deux valeurs excessives observées pour Growth Value Opportunities (27.4 %) et Sustainable Performance Group (-0.3 %) sont tout

⁴ Les sociétés suisses d'investissement ne disposent pas de base et forme légales spécifiques. Les sociétés suisses d'investissement cotées à la SWX sont incorporées dans un segment particulier et sont soumises à l'autorité boursière. Dans ce cas présent, nous jugeons le fait de réduire l'analyse aux sociétés cotées à la SWX comme adéquat.

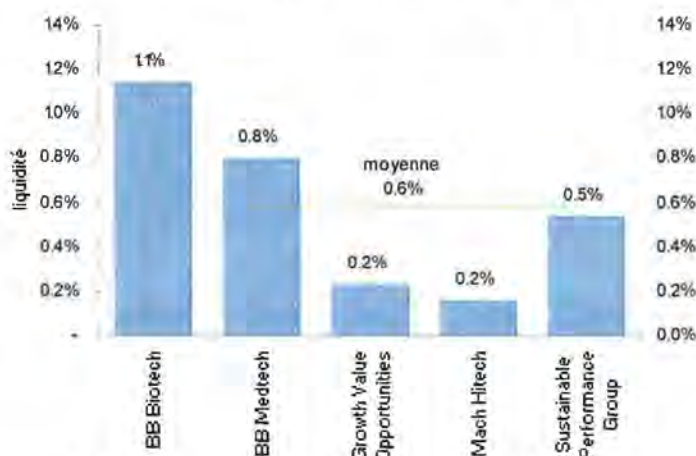
⁵ Description rapide des entreprises comparables: appendice II

de même frappantes. La première valeur est celle d'une entreprise qui est principalement active sur le marché russe et la décote plus élevée est surtout explicable par la liquidité inférieure des parts détenues. A l'autre extrême, le Sustainable Performance Group présente une petite prime ce qui est à attribuer au fait que la focalisation de la stratégie de placement est mise sur des entreprises établies, disposant d'une liquidité plus élevée. L'illustration démontre aussi que parmi les entreprises comparables seule la décote du Sustainable Performance Group est inférieure au déport de 3.9 % proposé par Vontobel.

4.6 Analyse de liquidité

La liquidité sert d'indicateur pour un mécanisme efficient de fixation du prix sur les marchés capitaux. Ci-dessous une présentation des liquidités moyennes sous forme de quotient du volume négocié sur base hebdomadaire et le total des actions émises dans une période de 12 mois:

Illustration 6: Liquidité des entreprises comparables



Source: Bloomberg 9.1.2008

L'illustration démontre qu'entre la liquidité de MicroValue (0.4 %) et la liquidité moyenne des entreprises comparées l'on constate seule une petite différence.

Conformément au communiqué no. 2 de la COPA, un titre est qualifié liquide s'il est négocié au minimum 30 sur 60 jours boursiers par période. Ce critère est rempli par toutes les entreprises comparables. Les actions de MicroValue ont été négociées tous les jours de négociations de l'année dernière et, reposant sur le communiqué sus-mentionné, peuvent alors être qualifiées de liquide.

4.7 Analyse des transactions historiques

L'examen des transactions historiques de sociétés d'investissement, limité sur la durée des deux dernières années, nous offre la possibilité d'une appréciation de l'adéquation de l'offre publique d'échange. Pour cela, la décote du jour boursier avant l'annonce préalable de l'offre sera opposée au déport correspondant offert. Dans le cas de MicroValue la décote du 8 janvier 2008 a été pris en compte:⁶

Illustration 7: Transactions comparables

Transactions comparables				
	Année	Décote avant annonce préalable	Déport	Différence
MicroValue	2007	7.9%	3.9%	-50.6%
Absolute Europe SA	2006	7.4%	6.0%	-18.9%
Acorn Alternative Strategies SA	2006	7.7%	3.4%	-55.8%
Absolute Managers SA	2005	7.8%	6.6%	-15.4%

Source: Bloomberg et prospectus d'offre des entreprises

Dans le tableau l'on constate une segmentation des transactions. Alors que les décotes avant l'annonce de l'offre publique des entreprises comparées sont pratiquement pareilles, la comparaison des déports contient des différences majeures. La principale raison pour ces différences réside dans le fait que les offres de MicroValue et d'Acorn sont des offres d'échange et non des offres contre espèces. Cela peut livrer une explication pour les déports inférieurs dans le cadre de l'offre publique de MicroValue et d'Acorn.

4.8 Conséquences fiscales

Conformément au ruling fiscal, l'échange n'entraîne aucune conséquence fiscale sur l'imposition sur revenu pour les actionnaires détenteurs d'action au porteur de MicroValue dans leur fortune privée. Dans l'hypothèse où les actions font partie de la fortune commerciale, la différence, résultant entre la valeur comptable des actions et les parts de fonds reçus, constitue un gain en capital imposable.

⁶ Bien que toutes les entreprises listées n'aient pas été sélectionnées comme entreprises comparables dans le chapitre précédent, il est possible de les comparer dû à la faible différence entre les décotes avant l'annonce. La comparaison est faisable notamment parce que seule la différence entre la décote avant et la décote après l'offre sont tenues en compte et non pas l'intégration d'une valeur moyenne ou même la considération de liquidités.

4.9 Commission de rachat

Au cas où un actionnaire souhaite, après l'acceptation de l'offre d'échange, se séparer des parts de fonds, ce sont les frais de vente qui sont d'importance. Par la vente de parts de fonds, une commission de rachat allant jusqu'à 0.3 % du prix de rachat par part de fonds est due. Dans le cas de l'offre publique d'échange pour les actionnaires d'Acorn une commission de rachat de 2% a été relevée pour un délai de préavis de 45 jours. Si les parts ont été vendues après un délai de préavis de 90 jours, la commission de rachat a été supprimée. Cette valeur a alors été soumise à une analyse en comparant les commissions de rachat de fonds suisses et luxembourgeois se concentrant dans les placements dans le domaine de la santé. Cette analyse comprend 13 fonds suisses et 54 fonds luxembourgeois. La commission de rachat moyenne des deux pays est de 1.3% ce qui est nettement supérieur à la commission de rachat pour les actionnaires de MicroValue.⁷ Lors de l'examen des commissions de rachat il faut noter que dans le règlement de placement elles sont définies comme borne supérieure. Partant de ce fait la commission de rachat peut alors aussi être inférieure.

4.10 Facteurs d'influence sur le déport

Dans le cadre de l'appréciation du déport sur la NAV, il s'agit de procéder à l'identification des facteurs d'influence ayant une répercussion sur la hauteur du déport. Deux possibles facteurs d'influence sont les frais directs de transaction ainsi que les frais d'opportunité à la charge de Vontobel causés par le capital investi.

Les frais de transaction pour Vontobel contiennent entre autres les frais de conseils, d'impression, de publication et du droit de timbre de négociation. Selon le calcul à notre disposition, cela fait environ 0.7 % de la NAV de MicroValue au 3 janvier 2008, ce qui est à peu près comparable aux frais de transactions semblables. D'autre part, des frais d'opportunité se créent pour Vontobel, dû au fait que par les termes du ruling fiscal le capital de MicroValue (à hauteur du déport) est bloqué pour une période de cinq ans.⁸ Comme les frais d'opportunité ne sont pas directement observables et reposerait sur un certain nombre d'hypothèses, nous avons renoncé à leur quantification.

⁷ Aperçu du calcul; appendice III

⁸ cf. Ruling fiscal

5 Alternatives pour les actionnaires

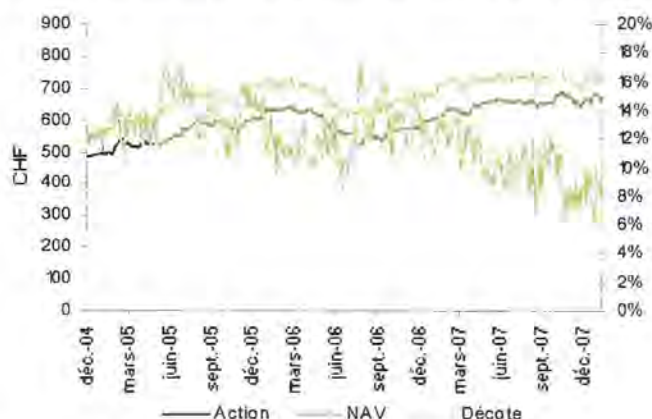
Il existe un certain nombre d'alternatives pour reporter la valeur d'une entreprise sur les actionnaires. Dans ce qui suit nous nous focalisons sur la vente d'actions à la bourse ainsi que sur la liquidation de la société.

5.1 Vente d'actions à la bourse

L'actionnaire est en mesure de vendre ses actions à la bourse pendant le délai d'offre, aussi longtemps qu'il n'ait pas encore présenté à l'offre les actions qu'il détient. Le revenu qui en résulte se définit par le cours de bourse au moment de la vente. Si ce revenu est plus élevé que le revenu résultant par l'acceptation de l'offre, cette option est plus intéressante pour les actionnaires.

L'illustration suivante montre l'évolution historique des cours d'actions, de la NAV et de la décote des trois dernières années:

Illustration 8: Cours de l'action et de la NAV de MicroValue (01.12.2004 – 9.1.2008)



Source: Bloomberg 9.1.2008

L'observation de la décote démontre que pendant la durée d'observation elle a toujours été plus grande que le déport offert par Vontobel dans le cadre de l'offre publique d'échange.

De plus, il faut tenir compte du fait que la vente d'une aussi grande quantité d'actions dans des marchés capitaux disposant d'une liquidité réduite peut avoir une influence négative sur le prix réalisable.

L'offre de Vontobel est soumise à la condition qu'au moins 90 % des actions doivent être présentées à l'offre. Par rapport à une vente en bourse, l'actionnaire est contraint d'attendre la fin du délai de l'offre afin d'obtenir la recette de l'échange en parts de fonds respectivement d'avoir connaissance si après tout la transaction aura lieu.

5.2 Liquidation

Sous l'hypothèse que la majorité des voix des actionnaires de MicroValue décide une liquidation de la société, cela est à considérer comme option supplémentaire à l'offre d'échange. Une liquidation de MicroValue signifierait une vente de tous les investissements et autres actifs. Le revenu résultant de la liquidation serait versé aux actionnaires après déduction de tous les engagements. Pour des investisseurs institutionnels et privés imposables en Suisse la distribution a des conséquences différentes:

- Investisseurs institutionnels: L'imposition s'effectue selon le principe de la valeur comptable. Conformément à cela la différence entre la valeur comptable fiscalement déterminante et la recette de liquidation est soumise à l'impôt sur le revenu et le bénéfice
- Investisseurs privés: La différence entre la valeur nominale des actions et la recette de la liquidation représente la base pour l'imposition des actionnaires privés. Le niveau d'imposition du revenu dépend du Canton.

De plus, la différence entre la valeur nominale des actions et de la recette de la liquidation est soumise à l'impôt anticipé (35 %). Tandis que les actionnaires suisses peuvent demander le remboursement de ce montant respectivement l'imputer sur leurs impôts, la possibilité de demander le remboursement pour les actionnaires étrangers dépend de l'existence d'un accord sur la double imposition entre le pays de résidence et la Suisse.

En outre une liquidation génère habituellement des frais causés par la résiliation des contrats d'administration et de gestion ainsi que des frais d'avocat et de révision. Par rapport à l'offre d'échange, il faut de même signaler un potentiel délai temporel lors d'une liquidation.

6 Autres points observés

Il suit une présentation de points qui ne sont pas directement liés à l'appréciation de l'adéquation financière de l'offre publique d'échange.

Conformément au prospectus d'offre, la contre-valeur de l'offre d'échange sera calculée d'après la NAV du 6 mars 2008 après déduction du déport 3.9 %. Une analyse de la NAV nous livre des informations sur les risques potentiels de l'offre.

6.1 Facteurs d'influence sur la Net Asset Value

Le calcul de la NAV est effectué tous les jours par MicroValue. Il se fait à l'aide des valeurs de marché des participations actuelles, du capital circulant ainsi que des engagements. La valeur des participations se chiffre à plus de 90 % de la NAV. Nous avons pu comprendre le mécanisme du calcul de la NAV et n'avons pas constaté de nécessité d'adaptation. Pour cela suivent des facteurs qui peuvent entrer en ligne de compte dans le contexte de l'offre et d'un changement de forme légale par rapport aux participations.

6.1.1 *Fluctuation des cours*

Dû aux futures fluctuations des cours des participations détenues par MicroValue il existe l'éventualité qu'une offre, qui actuellement paraît attractive, conduise à une contre-valeur plus basse pour un jour de référence (mensuration en chiffres absolus). Dès lors, si un investisseur compte sur une évolution négative des titres dans le domaine de la technologie médicale, il serait favorable de vendre les participations à la bourse à l'heure actuelle. La décote serait alors plus élevée que le déport, mais l'actionnaire gagne par rapport à l'offre suivie d'une évolution négative du cours des participations (et alors d'une réduction de la NAV).

Afin de minimiser ce risque, l'actionnaire disposé à présenter ses titres à l'offre annoncera sa réponse positive que peu de temps avant la fin du délai de l'offre. Si alors la situation du marché a évolué depuis le début de l'offre et l'actionnaire considère comme probable une évolution négative du cours, il lui resterait l'option de vendre ses actions par la bourse.

A côté du risque downside pour l'actionnaire il existe aussi la possibilité d'un upside. Si les cours augmentaient dans le futur, la contre-valeur de l'offre d'échange pourrait être plus élevée.

6.1.2 *Politique de placement*

Par rapport à la politique de placement de MicroValue, le fonds aussi se focalisera sur des entreprises du domaine de la technologie médicale. Lors d'une comparaison des deux règlements de placement nous ne pouvions pas constater de changements fondamentaux quant à la politique de placement.

6.1.3 Risques d'un fonds ombrelle

Le fonds établi est un fonds partiel de Variopartner SICAV de droit luxembourgeois. Le fonds partiel a été examiné afin de découvrir les risques qui pourraient surgir résultant des liens avec d'autres fonds partiels.

Selon les indications de Vontobel, le fonds sera traité d'entité juridique et géré comptablement et juridiquement indépendamment. Une faillite d'un fonds partiel n'aurait alors aucune influence sur la fortune d'un autre fonds partiel. En conséquence, les dispositions du droit de la faillite du Luxembourg sont comparables aux dispositions locales. Selon les dires, l'avantage décisif de la structure du fonds ombrelle est le gain d'efficacité, car l'établissement d'un fonds autonome serait lié à des frais plus élevés. Par exemple certains contrats seraient rédigés qu'une seule fois.

6.2 Frais d'administration

Les frais d'administration actuels sont inférieurs à ceux du fonds. La quantification approximative des frais existants et futurs nous livre le résultat suivant:

- Les frais d'administration avant la transaction étaient d'environ 1.1 % (per annum) de la NAV.⁹ Les frais étaient les mêmes pour tous les investisseurs
- Après la transaction les frais d'administration de classe P iront jusqu'à 1.75 % (per annum) de la NAV. Ces frais d'administration se composent de frais de gérance d'allant jusqu'à 1.5 % ainsi que de 0.25 % de commissions autres (commission de garde de titres etc.). Jusqu'à nouvel avis des frais de gérance de 1.4% sont prévus.
- Les détenteurs de parts de fonds ont sous quelques conditions la possibilité d'échanger leurs parts de classe P en parts de classe I. Les détenteurs de parts de classe I profitent de frais d'administration inférieurs (allant jusqu'à 1.15 % per annum). Ceux-ci se composent de frais de gérance d'allant jusqu'à 0.9 % ainsi que de 0.25 % de commissions autres (commission de garde de titres etc.).¹⁰ Jusqu'à nouvel avis des frais de gérance de 0.8% sont prévus.

⁹ Frais d'administration et VAN conformément à la clôture des comptes 2006

¹⁰ La condition pour la souscription de classe I est décrite dans le chapitre 3.2.2 Etablissement d'un fonds d'investissement.

7 Conclusion de l'attestation d'équité

L'analyse de l'offre publique d'échange a livré le résultat suivant:

- Une vente des actions à la bourse mène à un revenu inférieur dû à la décote supérieure.
- Le scénario de liquidation mène à un revenu inférieur, cela surtout pour des actionnaires suisses qui détiennent les actions dans leur fortune privée. Mis à part les avantages fiscaux que possède l'offre d'échange par rapport à l'alternative examinée, il faut aussi souligner le risque de transaction bien inférieur.
- La comparaison de marché démontre que le déport offert est inférieur aux décotes actuelles des entreprises comparables. De plus, en considérant les transactions comparables, il faut noter que le déport se situe dans un ordre de grandeur comparable.

En raison des analyses effectuées ci-dessus, nous considérons l'offre publique d'échange de Vontobel Holding SA envers tous les actionnaires de MicroValue SA d'un point de vue financier comme approprié. La conclusion repose sur l'hypothèse que le fonds respectivement ses parts sont identiques à la valeur de la NAV de MicroValue après déduction du déport.

L'attestation d'équité a été établie le 9 janvier 2008.

KPMG SA, Service Corporate Finance



Claudio Steffenoni
Partner



Olaf Kiel
Manager

Appendice I: Bases d'évaluation

Documentation de MicroValue et Vontobel

- Rapport annuel 2006, rapport semestriel de fin juin 2007, rapport trimestriel de fin septembre 2007 et rapport mensuel de novembre 2007 de MicroValue
- Projet de la lettre de l'étude d'avocats Lenz & Staehelin adressée à la COPA du 5 novembre 2007: "Vontobel / MicroValue: Gesuch um Empfehlung über diverse Vorfragen im Zusammenhang mit dem beabsichtigten öffentlichen Umtauschangebot für sämtliche sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der MicroValue AG durch Vontobel"
- Projet de la lettre de Dr. Christoph Schmid: "Unterstützung Gesuch UEK betr. Vontobel/MicroValue" du 25 octobre 2007
- Communiqué de presse du 24 août 2007: "MicroValue AG prüft Umwandlung in einen Anlagefonds"
- Descriptif de la transaction
- Projet par rapport aux informations destinées aux investisseurs en Suisse
- Projet du prospectus de vente de Variopartner SICAV
- Règlement de placement de MicroValue SA, Zurich valable dès le 17 avril 2007
- Recommandation de la COPA du 20 décembre 2007
- Projet du prospectus d'offre simplifié du 9 octobre 2007
- L'annonce préalable de l'offre publique d'échange du 9 janvier 2008
- Projet du prospectus d'offre du 9 janvier 2008
- Contrat de transaction du 9 janvier 2008
- Calcul de la Net Asset Value au 3 janvier 2008
- Projet du contrat d'achat et de cession entre MicroValue et Variopartner SICAV – MIV Global Medtech Fund du 28 décembre 2007
- Détails concernant le programme de rachat qui a été approuvé le 13 août 2007 lors de l'assemblée générale extraordinaire
- Informations sur le nombre actuel d'actions propres détenues par MicroValue
- Lettre concernant le ruling fiscal signé par l'administration fédérale et cantonale des contributions du 23 novembre 2007
- Liste des frais de transaction par Vontobel

Données des marchés financiers

- Données financières des sociétés suisses d'investissements cotées qui par leur focalisation de placement et/ou leur grandeur peuvent être comparé à MicroValue ¹¹
- Prospectus de d'offre de transactions comparables ¹²

Interlocuteurs

- Monsieur Gubler , dr MicroValue
- Monsieur Suter MicroValue
- Monsieur Terribilini Vontobel
- Monsieur Gadiant Vontobel

¹¹ Source utilisée: Bloomberg et page d'accueil des entreprises comparables

¹² Source utilisée: Page d'accueil de la COPA (www.takeover.ch)

Appendice II: Description succincte des entreprises comparables

Company name	Description	Company Web Address
BB Biotech AG	BB Biotech AG is an investment company founded in Switzerland in 1993. The Company invests in selected biotech companies with an attractive risk reward profile due to the quality of their management, a solid scientific rationale, and healthy financials. The portfolio consists of 4 to 6 core holdings that represent approximately 70% of the portfolio of 15 to 20 smaller holdings.	www.bbbiotech.com
BB Medtech AG	BB Medtech AG is an investment company founded in Switzerland in 1995. BB Medtech invests in companies that are active in the area of medical devices and healthcare information. The core participations are predominantly medium-sized European companies in a leading market position displaying a medium to long-term above-average potential increase in profit and/or growth potential.	www.bbmedtech.com
Growth Value Opportunities SA	Growth Value Opportunities is a Swiss investment company. The objective of the company is to maximize the long term returns to shareholders. The Company's assets will be invested in a diversified portfolio of shares of companies with substantial activities in Russia, other CIS and other Baltic states, and within limits, in debt instruments, physical commodities and privatisation vouchers.	www.growthvalueopportunities.ch
Mach Hitech AG	Mach Hitech AG is a closed-end fund incorporated in Switzerland. The Fund's objective is to invest in small- and medium-sized European technology companies.	www.machhitech.ch
Sustainable Performance Group	Sustainable Performance Group is a Swiss investment company. The Company invests exclusively in stocks of established innovative and pioneering companies believed to have above average long-term growth potential. The Company diversifies among various countries, sectors and risk levels.	www.sustainable.ch

Source: Bloomberg

Appendice III: Aperçu des commissions de rachat de fonds suisses et luxembourgeois

Commission de rachat, aperçu	
Fonds suisses	
Nombre de fonds	commission de rachat
5	3.0
2	1.0
6	0.3
moyenne	1.4
Fonds luxembourgeois	
Nombre de fonds	commission de rachat
1	5.0
1	4.8
2	4.0
10	3.0
2	2.0
9	1.0
10	0.5
7	0.3
1	0.1
11	-
moyenne	1.3
moyenne totale	1.3

Source: www.morningstar.ch