



**BB Medtech S.A.**

**Attestation d'équité à l'attention du  
Conseil d'administration de  
BB Medtech S.A.**

Appréciation de l'adéquation financière de l'offre  
d'échange de Vontobel Beteiligungen AG, Zurich, pour  
toutes les actions nominatives en mains du public de  
BB Medtech S.A., Schaffhouse, en parts du fonds  
nouvellement créé et admis au  
Luxembourg Bellevue Funds (Lux) – BB Medtech  
(Classe T (CHF resp. EUR))

## Table des matières

1	Introduction	8
1.1	Exposé de la situation	8
1.2	Mandat du Conseil d'administration de BB Medtech à KPMG	9
2	Profil d'entreprise de BB Medtech S.A.	10
2.1	Politique d'investissement	10
2.2	Rapport annuel	11
2.3	Modification du capital-actions	11
3	Structure de la transaction	13
3.1	Décision du Conseil d'administration	13
3.2	Déroulement de la transaction	14
3.2.1	Offre publique d'échange	15
3.2.2	Etablissement d'un fonds de placement	16
3.2.3	Convention de transaction entre Vontobel et BB Medtech	17
3.2.4	Transfert des actifs	17
3.2.5	Aspects fiscaux	18
3.2.6	Structure visée après l'exécution de la transaction	19
4	Analyse de l'offre publique d'échange	20
4.1	Evaluation de BB Medtech	20
4.2	Evaluation des parts de fonds proposées en échange	20
4.3	Appréciation du dépôt	21
4.4	Sélection des entreprises comparables	21
4.5	Analyse de la décote	22
4.6	Analyse de liquidité	23
4.7	Transactions comparables	24
4.8	Conséquences fiscales	27
4.9	Coûts d'aliénation	28
4.10	Facteurs d'influence sur le dépôt	30
5	Alternatives pour les actionnaires	31
5.1	Vente des actions en bourse	31
5.2	Liquidation	32
5.3	Refus de l'offre d'échange	32

6	Autres aspects	34
6.1	Facteurs d'influence sur la Net Asset Value	34
6.1.1	Fluctuations des cours	34
6.1.2	Politique d'investissement	35
6.1.3	Risque d'un fonds ombrelle	35
6.2	Frais d'administration	35
7	Conclusions de l'attestation d'équité	38

## **Table des illustrations**

Illustration 1: Portefeuille selon secteurs au 31 mars 2009 .....	11
Illustration 2: Structure juridique avant la transaction .....	14
Illustration 3: Structure juridique durant la transaction.....	15
Illustration 4: Structure juridique après la transaction .....	19
Illustration 5: Décotes des entreprises comparables.....	22
Illustration 6: Liquidité des entreprises comparables.....	23
Illustration 7: Transactions comparables.....	25
Illustration 8: Primes offertes dans le cadre de transactions comparables .....	26
Illustration 9: Cours de bourse et NAV de BB Medtech (4.7.2006 – 3.7.2009) .....	31

## Table des illustrations

Tableau 1: Aperçu des transactions comparables.....	24
Tableau 2: Comparaison des frais de transaction.....	30
Tableau 3: Aperçu des frais d'administration .....	36

## Définitions

Actions propres	Actions nominatives dans le propre portefeuille de BB Medtech resp. de sa filiale Medhealth N.V.
Actions publiques	Les actions à l'exception des actions propres
Date d'exécution	Date à laquelle l'échange des actions BB Medtech en parts de fonds est exécuté
Décote/prime	Différence en pourcentage entre le cours de bourse d'une action et la Net Asset Value à une date donnée
Délai d'offre	Après écoulement du délai de carence de 10 jours boursiers, le délai d'offre commence le 24 juillet 2009 et se termine le 21 août 2009, 16.00 heures (HAEC). Le délai d'offre peut être prolongé une fois ou plusieurs fois jusqu'à 40 jours boursiers. Dans le cas d'une prolongation du délai d'offre, le début du délai supplémentaire et la date d'exécution sont reportés en conséquence. Avec le consentement de la COPA le délai d'offre peut être prolongé de plus de 40 jours boursiers
Délai supplémentaire	Au cas où l'offre se réalise, un délai supplémentaire de 10 jours boursiers pour l'acceptation de l'offre est octroyé. Si le délai d'offre n'est pas prolongé, le délai supplémentaire commence le 27 août 2009 et vient à échéance le 9 septembre 2009, 16.00 heures (HAEC)
Déport	Différence en pourcentage entre le prix de l'offre et la Net Asset Value au jour de référence
Fonds BB Medtech	Fonds de placement de droit luxembourgeois: Bellevue Funds (Lux) – BB Medtech, sous-fonds du fonds ombrelle Bellevue Funds (Lux)
Fusion Squeeze-Out	Art. 8 al. 2, en relation avec art. 18 al. 5 LFus
Jour de référence	Date à laquelle la NAV est déterminée pour l'offre d'échange et date de référence pour le calcul de tous les engagements et autres passifs (incluant provisions). Cinquième jour boursier avant la date d'exécution
Jour de libération	Jour de la libération des parts de fonds
NAV	Net Asset Value: Valeur comptable du capital propre divisée par le nombre d'actions ou parts de fonds en circulation; aussi „valeur intrinsèque“
Offre	cf. offre d'échange
Offre d'échange	Offre d'échange présentée par Vontobel pour toutes les actions nominatives en mains du public de BB Medtech

Opting Out	Par disposition statutaire, la valeur limite déterminante pour le déclenchement de l'obligation de présenter une offre peut être entièrement exclue
Opting Up	Par disposition statutaire, la valeur limite déterminante pour le déclenchement de l'obligation de présenter une offre peut être élevée à 49.0 % au maximum
Squeeze-Out	Annulation des titres restants selon art. 33 LBVM

## Abréviations

BaFin	Bundesanstalt für Finanzmarktaufsicht (Allemagne)
BB Medtech	BB Medtech S.A.
cf.	confer
CHF	Francs suisses
COPA	Commission des offres publiques d'acquisition
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
EUR	Euro
HAEC	Heure avancée d'Europe centrale
IFRS	International Financial Reporting Standards
KPMG	KPMG SA, département Corporate Finance
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
LFus	Loi sur la fusion
n.d.	non disponible
OBVM-FINMA	Ordonnance de l'autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières.
OOPA	Ordonnance sur les offres publiques d'acquisition
p.a.	par année
Ruling fiscal	Appréciation fiscale de l'offre d'échange par l'Administration fédérale des contributions du 14 mai 2009, du service des contributions du canton de Zurich du 28 mai 2009 et du service des contributions du canton de Schaffhouse du 7 mai 2009
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)
SIX	SIX Swiss Exchange
USA	États-Unis
USD	Dollar américain
Vontobel	Vontobel Beteiligungen AG

# 1 Introduction

## 1.1 Exposé de la situation

La société de participation BB Medtech S.A. („BB Medtech“) a été créée en novembre 1995 à Schaffhouse (Suisse) et est cotée à la SIX Swiss Exchange („SIX“) depuis le 22 décembre 1995 dans la catégorie sociétés d'investissement (cotation primaire). En outre, les actions de la société sont admises depuis le 8 juillet 1998 à la bourse de Francfort en Allemagne et elles y sont négociées actuellement dans le segment de Prime Standard (cotation secondaire). BB Medtech est régie par le droit suisse et détient directement et à 100% quatre filiales, Medhealth N.V., Medcare N.V., Medsource N.V. et Medgrowth N.V., toutes domiciliées à Willemstad, Curaçao (les „filiales“). Le capital-actions de BB Medtech s'élevait, au 31 mars 2009, à CHF 26'100'000 et se compose de 13'050'000 actions nominatives avec valeur nominale de CHF 2. Le 3 juillet 2009 un nombre de 11'399'139 actions nominatives se trouvent dans le public et BB Medtech détient un total de 1'650'861 actions nominatives propres, dont 1'138'861 ont été acquises en première ligne de négoce et 512'000 en deuxième ligne de négoce (les „actions propres“).

Les statuts de BB Medtech contiennent, à l'art. 3c, une clause d'opting out qui prévoit que les acquéreurs d'actions de la société ne sont pas tenus de déposer une offre publique d'achat selon art. 32 LBVM.

BB Medtech détient des participations dans des sociétés dans le secteur de la technologie médicale. Quant aux placements, l'accent est misé sur des sociétés cotées de taille moyenne et actives au niveau mondial, endossant un rôle de leader dans leurs secteurs et qui disposent d'un potentiel de chiffre d'affaires et de rendement durable. BB Medtech ne détient pas ses placement directement mais par les filiales de droit de Curaçao.

La société Vontobel Beteiligungen AG („Vontobel“) est une société anonyme avec siège principal à Zurich, Suisse. Vontobel est une filiale à 100.0% de Vontobel Holding SA, Zurich, Suisse, qui est cotée à la SIX. Le groupe Vontobel est principalement actif dans les branches du Private Banking, Investment Banking et Asset Management.

Avec l'annonce préalable du 7 juillet 2009 et la publication du prospectus d'offre prévue pour le 9 juillet 2009, Vontobel annonce une offre publique d'échange selon art. 22 et suivants LBVM pour toutes les actions nominatives BB Medtech en mains du public („l'offre d'échange“ ou „l'offre“). L'offre d'échange est soumise aux dispositions d'exécutions du Conseil Fédéral et de la Commission relatives aux offres publiques d'achat selon art. 9 al. 5 OOPA et art. 40-45 OBVM-FINMA.

## 1.2 Mandat du Conseil d'administration de BB Medtech à KPMG

Le conseil d'administration de BB Medtech a mandaté KPMG SA, service Corporate Finance („KPMG“), pour l'établissement d'une attestation d'équité, qui apprécie l'adéquation financière de l'offre d'échange du point de vue des actionnaires publics de BB Medtech. Dans le cadre de l'offre d'échange, la publication de l'attestation entière, sa remise à des parties intéressées ainsi que sa référence dans le prospectus d'offre du 9 juillet 2009 sont admises.

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

- Modalités d'indemnisation et conditions de l'offre d'échange
- Répercussions que peut avoir une décision d'une acceptation ou de refus de l'offre pour les actionnaires
- Valeur future d'une action BB Medtech ainsi que le prix auquel les actions BB Medtech non présentées à l'offre seront négociées pendant le délai d'offre et le délai supplémentaire
- Appréciation juridique et fiscale de la structure de 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 BB Medtech, KPMG a présumé leur justesse et intégralité et s'y est reposé sans quelconque responsabilité pour une vérification indépendante des informations de cette nature. Notre responsabilité se limite à l'analyse et à l'appréciation soigneuses et appropriées des informations mises à disposition.

En outre, KPMG se base sur la garantie écrite du conseil d'administration et de la direction de BB Medtech, qu'ils n'ont pas connaissance de faits et de circonstances selon lesquelles les informations mises à disposition soient incomplètes, fausses ou trompeuses.

Cette attestation d'équité est une traduction française du document original édité en langue allemande.

## **2 Profil d'entreprise de BB Medtech S.A.**

### **2.1 Politique d'investissement**

BB Medtech est une société de participation suisse avec siège principal à Schaffhouse. BB Medtech détient des participations dans des entreprises privées et cotées (allant jusqu'à 10.0 % du capital propre de BB Medtech) et actives dans le domaine de la technique médicale. L'accent géographique est mis sur l'Europe, l'Amérique du Nord et, en partie, l'Asie.

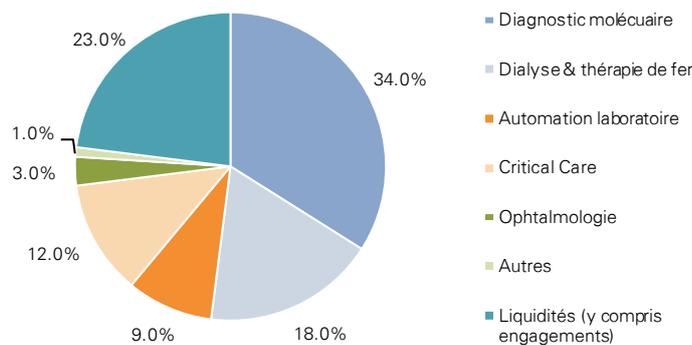
Le portefeuille cible doit se composer de 10 à 15 participations dans des entreprises bien gérées de taille moyenne, issues de segments intéressants en dessus de la moyenne de la technique médicale. Il est prévu que la valeur comptable de la participation représentant l'investissement le plus important ne dépasse pas les 15.0 % de la valeur comptable des fonds propres et que la valeur comptable de la participation représentant l'investissement le plus petit ne se situe pas en dessous des 3.0 % de la valeur comptable des fonds propres. Il est par ailleurs un objectif clair de disposer en plus d'un investissement actif, c'est-à-dire un investissement permettant d'exercer une influence directe moyennant prise d'un siège au conseil d'administration ou dans la direction opérationnelle par des représentants de BB Medtech, dans une à trois entreprises choisies, cotées ou privées.

BB Medtech juge le domaine de la technique médicale comme étant une perspective de placement intéressante, ceci en raison de la tendance démographique, de l'espérance de vie qui augmente et de la force d'innovation de produits et de technologies qui y sont liées. L'influence de la conjoncture est par ailleurs faible, les obstacles d'entrée sont, en raison des technologies complexes et des exigences élevées des participants au marché, élevés, ce qui renforce davantage la position des entreprises sur le marché. A fin mars 2009, des participations sont détenues dans 14 sociétés cotées et dans une société non-cotée.<sup>1</sup> Le portefeuille est représenté, par secteurs, dans l'illustration suivante:

---

<sup>1</sup> La participation dans la société privée Vascular Innovation, Inc. a été entièrement amortie durant l'année commerciale 2008 en raison de la situation de liquidité et de l'environnement financier difficile pour des start-up. Les parts dans Vascular Innovation, Inc. ont été vendues en juillet 2009.

Illustration 1: Portefeuille selon secteurs au 31 mars 2009



Source: BB Medtech Rapport trimestriel au 31.3.2009

## 2.2 Rapport annuel

Les derniers comptes révisés ont été publiés, selon les normes International Financial Reporting Standards (IFRS) en mars 2009 pour l'année commerciale se terminant au 31 décembre 2008.

Au 31 mars 2009, un bouclage trimestriel non audité a été établi, faisant état d'une perte de CHF 20.4 million pour le premier trimestre. La somme au bilan s'élevait, à fin mars 2009, à environ CHF 493.7 million. Les fonds étrangers exclusivement à court terme ont été, à ce moment, portés au bilan à concurrence de CHF 6.0 million.

La valeur intrinsèque („Net Asset Value“ ou „NAV“) de BB Medtech se détermine par la valeur vénale des participations plus les autres actifs, engagements déduits; elle correspond à la valeur comptable des fonds propres. Au 3 juillet 2009, la valeur intrinsèque de BB Medtech s'élevait à CHF 45.6 par action, le cours de l'action se situant à CHF 39.5. Ceci correspond à un discount de 13.5 % sur la NAV.

## 2.3 Modification du capital-actions

Le 12 novembre 2008, BB Medtech a terminé le troisième programme de rachat d'actions ouvert le 7 avril 2008; au total 1'450'000 actions au porteur ont été rachetées sur la deuxième ligne de négoce. Lors de l'assemblée générale extraordinaire du 14 novembre 2008, il a été décidé de réduire le capital-actions de CHF 2'900'000 pour le porter à nouvellement CHF 26'100'000. Le 6 février 2009, les 1'450'000 actions nominative d'une valeur nominale totale de CHF 2'900'000 rachetées dans le cadre du troisième programme de rachat ont été annulées dans le registre du commerce.

Le solde d'actions propres s'élève, au 3 juillet 2009, à 1'650'861. Lors de l'assemblée générale extraordinaire du 14 novembre 2008, le lancement d'un quatrième programme de rachat a été décidé, ceci afin d'acquérir, sur trois ans au maximum, un nombre maximal de 1'305'000 actions nominatives d'une valeur nominale CHF 2.0 chacune dans le but d'une réduction de capital. Cela correspond à 10.0 % du total du capital-actions au 31 mars 2009. Au 3 juillet 2009, 512'000 actions avaient été rachetées sur la deuxième ligne de négoce.

### **3 Structure de la transaction**

#### **3.1 Décision du Conseil d'administration**

Dans le communiqué de presse traitant de l'assemblée générale du 30 mars 2009, il a été exposé que le conseil d'administration examinera différentes alternatives pour réduire la différence entre la NAV et la valeur boursière de BB Medtech. Les alternatives à examiner passent par une continuation des programmes de rachat d'actions, un rendement des dividendes souple jusqu'au changement de la forme juridique de la société de participation. Le discount moyen des derniers 12 mois avant le communiqué de presse du 30 mars 2009 s'élevait à 17.5 % et le dernier discount avant ce communiqué s'élevait à 23.3 %.<sup>2</sup> Le discount sur la NAV ainsi que la forme juridique peu souple de la société de participation constituent, selon les indications faites, un désavantage concurrentiel en comparaison avec les fonds d'investissement.

---

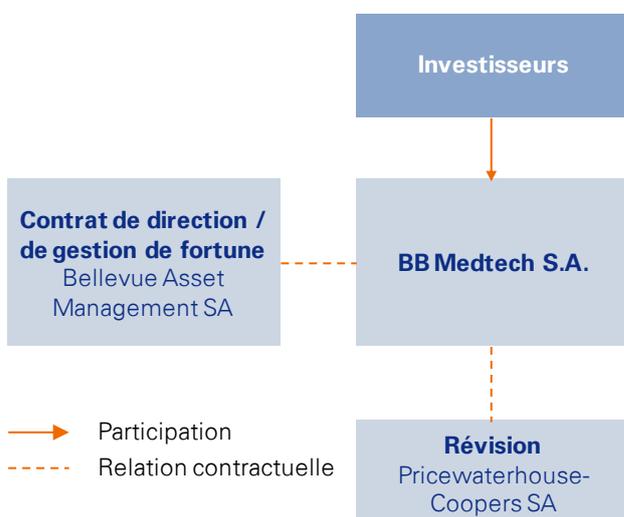
<sup>2</sup> Source: Bloomberg

### 3.2 Déroutement de la transaction

L'offre d'échange à examiner prévoit d'offrir aux actionnaires de la société de participation BB Medtech la possibilité d'échanger leurs actions en parts de fonds d'un fonds de placement constitué nouvellement. D'un point de vue économique, l'offre d'échange permet la transformation de la société anonyme en fonds de placement, permettant aux investisseurs de restituer, suite à la transformation, leurs parts de fonds sans décote.

L'illustration suivante présente la structure juridique de BB Medtech avant la transaction envisagée:

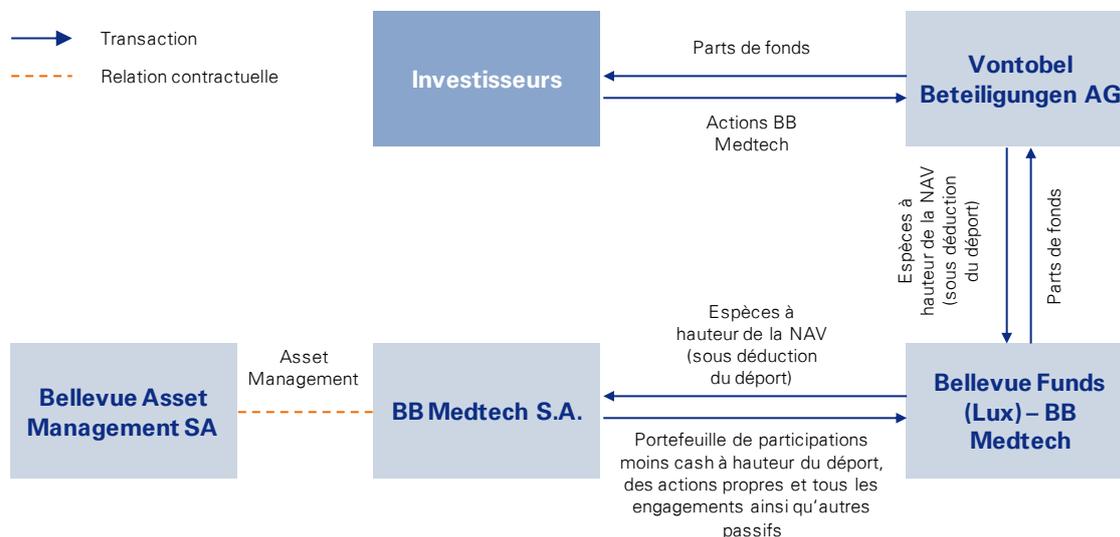
Illustration 2: Structure juridique avant la transaction



Source: Illustration basée sur la convention de transaction du 6 juillet 2009 et le ruling fiscal

Les actionnaires peuvent échanger, moyennant l'acceptation de l'offre d'échange, les actions nominatives qu'ils détiennent contre des parts de fonds. Les différentes étapes de la transaction ainsi que le mécanisme sont expliqués ci-après (cf. également l'illustration suivante).

**Illustration 3: Structure juridique durant la transaction**



Source: Illustration basée sur la convention de transaction du 6 juillet 2009 et le ruling fiscal

**3.2.1 Offre publique d'échange**

Vontobel présente une offre d'échange à tous les actionnaires de BB Medtech. L'offre ne porte pas sur les 1'650'861 actions propres détenues par BB Medtech, respectivement sa société fille Medhealth N.V. L'offre est soumise à condition qu'au moins 90% de toutes les actions émises de BB Medtech, y compris les propres actions, soient présentées à l'offre à la fin de la période d'offre. En contrepartie, les actionnaires qui présentent leurs actions reçoivent une part de fonds de Bellevue Funds (Lux) - BB Medtech („Fonds BB Medtech“) par action. La date de référence pour la détermination de la Net Asset Value de BB Medtech („date de référence“) est le cinquième jour de bourse avant la date d'exécution de l'offre, vraisemblablement le 18 septembre 2009. La date d'exécution („date d'exécution“) est définie comme le jour lors duquel l'échange des actions BB Medtech présentées à l'offre en parts de fonds est exécuté, vraisemblablement le 25 septembre 2009. Pour une action, l'actionnaire reçoit une part du fonds de placement, la valeur du fonds de placement équivalant, selon la structure de la transaction, à la valeur de la NAV au jour de référence de BB Medtech, moins le dépôt. Au cas où plus de 98.0 % des droits de vote sont présentés à l'offre, Vontobel envisage une annulation selon art. 33 LBVM („Squeeze-Out“) des actions BB Medtech restantes, de sorte que BB Medtech devient une filiale à 100% de Vontobel. Au cas où plus de 90.0 %, mais moins de 98.0 % des actions (inclusivement les actions propres et des actions BB Medtech éventuellement déjà détenues par Vontobel) étaient présentés à l'offre, BB Medtech devrait être fusionnée avec une société contrôlée par Vontobel, les actionnaires minoritaires restants de BB Medtech recevant, en lieu et place de droits de participation de la société reprenante, un dédommagement au sens de l'art. 8 al. 2 LFus (vraisemblablement des parts de Fonds BB Medtech, qui seraient souscrites, le cas échéant, par Vontobel ou la société fusionnante). BB Medtech (respectivement la société l'absorbant) devient ainsi également une filiale à 100% de Vontobel.

### 3.2.2 *Etablissement d'un fonds de placement*

Banque au Bellevue a constitué, avant la publication de l'offre le 9 juillet 2009, respectivement avant l'annonce préalable le 7 juillet 2009, un fonds de placement selon le droit Luxembourgeois. Le fonds de placement est constitué en la forme d'un „Umbrella Fonds“ avec divers sous-fonds et classes d'investisseurs. Bellevue Funds (Lux), une société d'investissement à capital variable („SICAV“) de droit Luxembourgeois, ainsi que leurs sous-fonds ont été admis au 12 mai 2009 par l'autorité Luxembourgeoise Commission de Surveillance du Secteur Financier („CSSF“). En Suisse, le fonds de placement a été admis par la FINMA en date du 28 mai 2009 et en Allemagne par la *Bundesanstalt für Finanzmarktaufsicht* (BaFin) en date du 4 juin 2009.

L'actionnaire qui veut présenter ses titres à l'offre reçoit des parts de fonds de classe T du Fonds BB Medtech, un sous-fonds du fonds ombrelle Fonds Bellevue Funds (Lux). Par ailleurs, des parts de classe B sont prévues pour des clients retail et des parts de la classe I pour des investisseurs institutionnels. Les parts de la classe T sont émises en francs suisses et en euros. Les parts de la classe T ne sont soumises à aucune restriction par rapport à la transformation en d'autres classes et peuvent être transformées en parts de fonds de classe B ou I, étant précisé qu'il existe, pour la classe I, une souscription minimale<sup>3</sup>. En cas d'échange de parts de fonds de classe T, acquises dans le cadre de l'offre d'échange, en parts de fonds d'autres classes, une commission de reprise échelonnée<sup>4</sup> est appliquée durant les premiers 12 mois. Le Fonds BB Medtech est considéré, selon le droit Luxembourgeois, comme une unité délimitée et un pool séparé de biens et engagements. Les prétentions des investisseurs et créanciers par rapport au Fonds BB Medtech sont limitées aux biens patrimoniaux du Fonds BB Medtech, étant précisé qu'au sein du Fonds BB Medtech, les classes d'investisseurs énoncées ont été créées. Le Fonds BB Medtech constitué poursuit l'objectif d'une croissance du capital à long terme, objectif à atteindre moyennant une participation au niveau mondial dans des sociétés actives dans le domaine de la technologie médicale. En particulier, les directives suivantes devront être suivies dans le cadre de l'activité d'investissement du Fonds BB Medtech<sup>5</sup> :

- En observant la diversification des risques, au moins deux tiers de la fortune nette du Fonds BB Medtech seront investis dans un portefeuille d'actions et autres titres de participation d'entreprises, choisis de manière diligente, de la branche de la technologie médicale, voire d'entreprises dont l'activité principale réside dans la détention de telles sociétés ou le financement de telles sociétés, et qui ont leur siège ou leur activité économique principale dans des pays reconnus.
- Jusqu'à un tiers au maximum de la fortune nette du Fonds BB Medtech peut être investi dans des titres de participation d'autres entreprises qui ont leur siège ou leur activité économique principale dans des pays reconnus ou dans des papiers-valeurs portant un intérêt fixe ou variable, dans des emprunts convertibles ou d'options d'émetteurs de pays reconnus.

---

<sup>3</sup> Souscription minimale: EUR 500'000 ou valeur correspondante en USD et CHF.

<sup>4</sup> Cf. chapitre 4.9 Coûts d'aliénation.

<sup>5</sup> Cf. Prospectus Bellevue Asset Management Bellevue Funds (Lux) de mars 2009.

- Jusqu'à 15.0 % de la fortune nette du Fonds BB Medtech peuvent être investis dans des Warrants sur actions ou autres titres de participation.
- A côté, le Fonds BB Medtech peut détenir des liquidités appropriées.

Dans le cadre de la convention de transaction du 6 juillet 2009, Vontobel s'engage à souscrire suffisamment tôt les parts de fonds nécessaires et de les libérer moyennant le versement de la NAV au jour de référence moins le déport de 3.9%. Il est prévu que le montant de la libération soit à la disposition du fonds de placement au plus tard le premier jour de bourse après le jour de référence (selon toute vraisemblance le 21 septembre 2009).

### **3.2.3 Convention de transaction entre Vontobel et BB Medtech**

Le 6 juillet 2009, Vontobel et BB Medtech ont conclu une convention de transaction. Cette convention dispose, entre autres, que BB Medtech s'engage, en cas d'aboutissement de l'offre, d'adapter le portefeuille de placement détenu par BB Medtech et ses sociétés filles de telle sorte qu'il corresponde aux prescriptions de placement auxquelles le Fonds BB Medtech est soumis en application des dispositions légales et du prospectus. L'adaptation du portefeuille doit intervenir, au niveau temporel, de telle façon à ce que les derniers mandats boursiers nécessaires pour l'adaptation soient exécutés au plus tard le cinquième jour boursier avant le jour de référence, vraisemblablement le 11 septembre 2009. La réglementation du Fonds BB Medtech s'oriente à cet égard aux règles applicables à des fonds revêtant la forme d'une SICAV. Cela concerne notamment la restriction selon laquelle au maximum 10.0 % de la NAV du Fonds BB Medtech peuvent être investis en papiers valeur ou en des instruments financiers du même émetteur.

Il est par ailleurs défini que BB Medtech se chargera, au cas où l'offre sera couronnée de succès, de faire en sorte que ses sociétés filles transféreront, après l'exécution de l'achat et la vente des participations, toutes les liquidités (sous réserve des liquidités en hauteur du capital-actions versé des sociétés filles ainsi que des provisions pour les obligations fiscales des sociétés filles) et les actions propres détenues moyennant le versement de dividendes à BB Medtech, de sorte que celles-ci soient entièrement à disposition de BB Medtech au plus tard le troisième jour de bourse après le jour de référence (vraisemblablement le 23 septembre 2009).

### **3.2.4 Transfert des actifs**

Selon la convention de transaction, BB Medtech transfère toutes les immobilisations (participations) et liquidités, une fois la NAV au jour de référence confirmée par l'organe de révision, au plus tard jusqu'au premier jour de bourse après le jour de référence (vraisemblablement le 21 septembre 2009) dans le fonds de placement nouvellement constitué.

En sont exclus les actifs suivants:

- toutes les actions propres;
- les liquidités en francs suisses qui correspondent au déport de 3.9% par rapport à la NAV, multiplié par le nombre d'actions de BB Medtech présenté à l'offre;

- Si, dans le cadre de l'offre, entre 90.0 % et 98.0 % de toutes les actions BB Medtech émises sont présentées à l'offre, en plus, des liquidités, en francs suisses, qui correspondent à la NAV multipliée par le nombre d'actions BB Medtech visées par l'offre mais pas présentées à l'offre; ainsi que
- les liquidités en francs suisses qui correspondent à la somme de toutes les obligations et autres passifs (y compris des provisions) au jour de référence.

Le fonds de placement fait un versement en espèces à BB Medtech correspondant au montant de la NAV moins le déport de 3.9 % au jour de référence; il est financé par la libération en espèces des parts de fonds faite par Vontobel.

### 3.2.5 *Aspects fiscaux*

Selon l'appréciation fiscale de l'offre d'échange de l'administration fédérale des contributions du 14 mai 2009, du service cantonal des contributions de Zurich du 28 mai 2009 et du service cantonal des contributions de Schaffhouse du 7 mai 2009 („ruling fiscal“) et des principes généraux du droit suisse en matière d'impôts sur le revenu et sur le bénéfice, la transaction reste, pour les actionnaires qui présentent leurs actions et qui détiennent leurs actions dans leur fortune privée, sans conséquences négative. Vontobel s'engage dans le prospectus d'offre – sous réserve d'une modification des bases du droit fiscal ou d'une modification des charges par les autorités fiscales – de respecter le ruling fiscal. Pour les actionnaires qui détiennent les actions dans leur fortune commerciale et qui sont imposables en Suisse, la différence entre la valeur comptable des actions et de la part de fonds reçue constitue un gain en capital imposable. Pour les destinataires de l'offre qui n'acceptent pas l'offre d'échange, les mêmes conséquences fiscales au niveau de l'impôt sur le revenu respectivement sur le bénéfice s'appliquent en cas d'annulation des actions BB Medtech en application de l'art. 33 LBVM.

Pour les actionnaires qui sont imposables en Allemagne, l'échange des actions BB Medtech en parts de fonds du fonds de placement est traité, selon le droit fiscal allemand, comme une aliénation des actions BB Medtech. Des aliénations de participations d'actions en-dessous de 1.0 % du capital de base de BB Medtech sont traitées différemment suivant la date d'acquisition, la durée de détention et selon que les actions aliénées appartiennent à la fortune privée ou à la fortune commerciale (cf. également chapitre 4.8 Conséquences fiscales).

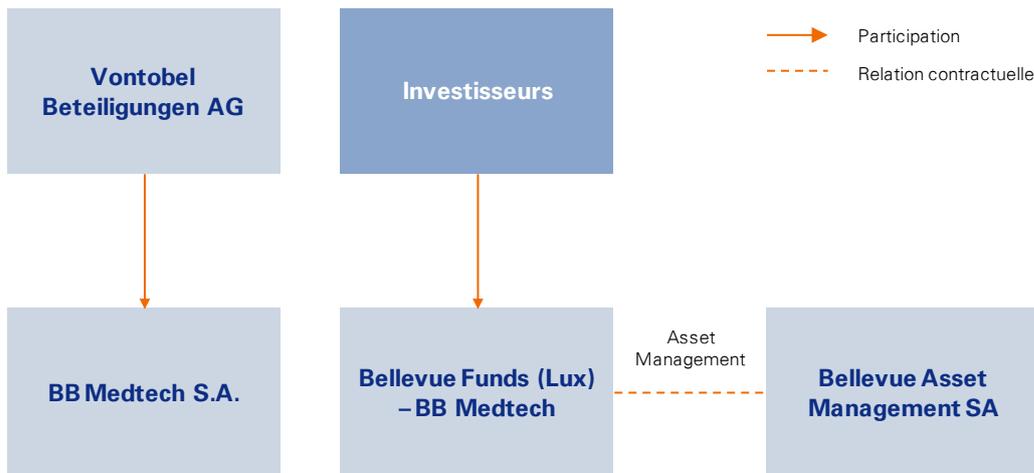
Les conséquences fiscales en cas de fusion moyennant dédommagement peuvent – notamment pour des personnes physiques en Suisse qui détiennent leurs actions dans la fortune privée et pour des investisseurs étrangers – s'avérer éventuellement nettement plus négatives que l'acceptation, en grande partie franche d'impôts, de la présente offre d'échange (cf. également chapitre 4.8 Conséquences fiscales).

KPMG n'a, en relation avec les conséquences fiscales, pas effectué des investigations propres et se réfère aux indications contenues dans le ruling fiscal et le prospectus d'offre.

### 3.2.6 Structure visée après l'exécution de la transaction

L'exécution de la transaction décrite ci-dessus entraîne une structure juridique qui est sommairement présentée dans l'illustration ci-après:

**Illustration 4: Structure juridique après la transaction**



Source: Illustration basée sur la convention de transaction du 6 juillet 2009 et le ruling fiscal

## 4 Analyse de l'offre publique d'échange

### 4.1 Evaluation de BB Medtech

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

- Approche liée au revenu (englobe notamment la méthode de valeur de rendement et la méthode Discounted Cash Flow)
- Approche liée au marché (englobe notamment les méthodes des multiples du marché et de transactions)
- Approche liée aux coûts (englobe notamment l'évaluation basée sur les coûts de remplacement ou les coûts d'acquisition indexés)

Des sociétés, dont l'activité opérationnelle englobe l'investissement dans des participations font régulièrement état de leur NAV. Cette approche liée à la NAV ne peut en principe pas être attribuée directement à une des approches énoncées ci-devant puisque les diverses participations peuvent être évaluées selon des méthodes différentes. Une telle société d'investissement ne peut en général pas être évaluée ni à l'aide de méthodes d'évaluation fondamentales (méthodes valeur de rendement / DCF) ni à l'aide de multiples. La valeur d'une société d'investissement correspond principalement à la somme des participations qu'elle détient plus les liquidités moins les passifs.

Dans le cas de BB Medtech, il s'agit d'une entreprise qui détient, sans exception, des parts dans des sociétés cotées dont la valeur vénale peut être déterminée à tout moment. La NAV peut être déduite à l'aide de ces valeurs vénales, plus les autres actifs et sous déduction des engagements. La détermination de la NAV de BB Medtech est ainsi possible avec une fiabilité raisonnable.

### 4.2 Evaluation des parts de fonds proposées en échange

Des titres de participation non cotés qui sont proposés à l'échange dans le cadre d'une offre publique doivent être évalués en application de l'art. 44 OBVM-FINMA. En application de l'art. 45 OBVM-FINMA, la COPA peut accorder une libération par rapport à l'évaluation des titres offerts en échange en présence de justes motifs. Selon renseignement de la COPA, il peut, dans le cas d'espèce, être renoncé à une évaluation des parts de fonds proposés en échange. Ceci est principalement justifié par le fait que le portefeuille de participations de BB Medtech est, en raison de la structure de la transaction, en principe reproduit de façon identique par le fonds constitué.

### 4.3 Appréciation du déport

Dans le cadre de transactions comparables, on peut généralement observer un déport par rapport à la NAV. Pour l'appréciation de l'équité financière de l'offre d'échange, il convient, dans le cas de BB Medtech, d'examiner principalement le déport offert. L'appréciation du déport proposé se fait sur la base des décotes moyennes d'entreprises comparables. Par ailleurs, il convient d'examiner les déports offerts dans les transactions comparables. Du point de vue des actionnaires, en outre les conséquences fiscales liées à l'offre d'échange, les coûts de vente ainsi que les facteurs qui ont une influence sur le déport ont un intérêt; ces aspects sont présentés ci-après.

### 4.4 Sélection des entreprises comparables

Lors de la sélection des entreprises comparables, une restriction à des sociétés d'investissement cotées à la SIX a été opérée dans un premier temps.<sup>6</sup> Par la suite, une autre restriction des critères de recherche a été opérée dans le sens que l'on s'est concentré sur des sociétés qui investissent principalement dans des sociétés cotées. Enfin, l'analyse des stratégies de placement, des données des entreprises ainsi que de la liquidité des actions convergent vers les entreprises comparables suivantes:<sup>7</sup>

- BB Biotech S.A., Schaffhouse
- Formulafirst Ltd., British Virgin Islands
- Mach Hitech SA, Zoug
- Sustainable Performance Group SA, Zurich

Il convient de relever qu'une tendance de décotation des sociétés d'investissement se dessine depuis quelques années en Suisse. Pour cette raison, il est de plus en plus difficile de trouver des sociétés cotées qui remplissent les différents critères de sélection. Cependant, avec la même tendance, l'importance des transactions comparables augmente puisqu'il peut être fait référence à un nombre important de décotations exécutées.

---

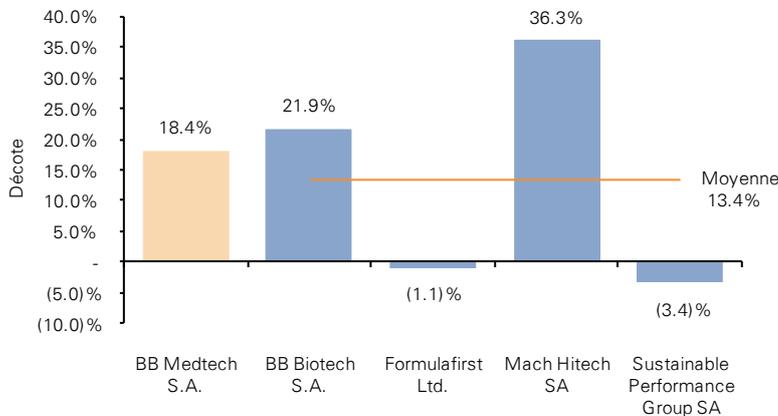
<sup>6</sup> Les sociétés d'investissement suisses ne disposent pas d'une base et forme juridiques spécifiques. Les sociétés d'investissement cotées à la SIX sont intégrées dans un segment séparé et sont soumises à la surveillance de la bourse.

<sup>7</sup> Pour une description sommaire des entreprises comparables: cf. Annexe II.

## 4.5 Analyse de la décote

L'analyse de la décote est basée sur la moyenne des décotes et primes hebdomadaires durant les douze mois avant l'annonce préalable de l'offre d'échange de Vontobel en date du 3 juillet 2009.<sup>8</sup> Le tableau suivant illustre la comparaison entre les décotes et primes des entreprises comparables avec BB Medtech:

**Illustration 5: Décotes des entreprises comparables**



Source: Bloomberg 3.7.2009

Une décote de 13.4 % peut être déterminée comme moyenne des entreprises comparables. La comparaison démontre que la décote moyenne de BB Medtech se situe, avec 18.4 %, en dessus de celle du groupe des entreprises comparables. Dans ce contexte, BB Biotech S.A. se présente comme l'entreprise qui peut être comparée le mieux, disposant, à l'exception du segment industrie, d'une structure similaire. La décote de BB Biotech S.A. se situe en conséquence dans un même ordre de grandeur. La décote moyenne de Mach Hitech SA est, avec 36.3 %, relativement élevée; elle peut notamment être expliquée par une liquidité faible de l'action (cf. 4.6 Analyse de liquidité).

Il convient de souligner que, entre autres, les entreprises comparables Formulafirst Ltd. et Mach Hitech SA disposent d'une liquidité relativement faible (cf. 4.6 Analyse de liquidité). Si l'on élimine ces entreprises de l'analyse de la décote, il en résulte une décote moyenne de 9.3 %, soit une décote qui est toujours inférieure à celle de BB Medtech.

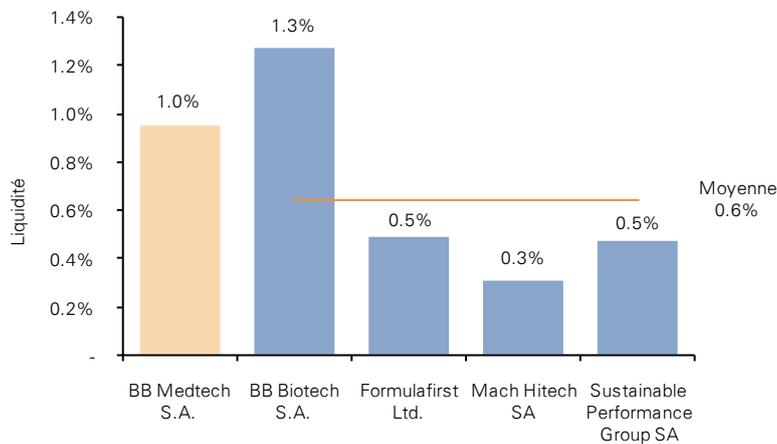
Si l'on analyse uniquement les derniers six mois, la décote moyenne des entreprises comparables est, avec 14.7 %, légèrement plus haute; toutefois, la décote de BB Medtech est, avec 21.9 %, toujours plus élevée.

<sup>8</sup> Basée sur le cours de clôture.

## 4.6 Analyse de liquidité

La liquidité de papiers valeurs sert d'indicateur pour une détermination efficace du prix sur les marchés des capitaux. Elle est influencée par l'offre et la demande et, partant, le volume traité. L'illustration ci-après présente la liquidité moyenne des entreprises comparables en tant que relation entre le volume négocié par semaine et les actions émises au 31 décembre 2008, ceci pour une durée de 12 mois avant l'annonce préalable de l'offre de Vontobel en date du 3 juillet 2009:

**Illustration 6: Liquidité des entreprises comparables**



Remarque: Le volume des actions négociées a été déterminé, pour BB Medtech et BB Biotech S.A., par la somme des volumes négociés aux bourses en Suisse, en Allemagne et en Italie (à l'exclusion des transactions Over-the-Counter)

Source: Bloomberg 3.7.2009

La liquidité moyenne des entreprises comparables durant les 12 derniers mois a été évaluée à 0.6 %. La liquidité de l'action BB Medtech se situe, avec 1.0 %, en-dessus. Une analyse prenant en compte les derniers six mois amène également à une liquidité plus élevée de l'action BB Medtech de 0.9 % par rapport à la liquidité moyenne des entreprises comparables de 0.6 %.

La liquidité des entreprises comparables a par ailleurs été examinée à la lumière de la notion de liquidité de la COPA.<sup>9</sup> Ce critère est rempli par BB Medtech, BB Biotech S.A., Mach Hitech SA et Sustainable Performance Group au 3 juillet 2009. Les actions de ces entreprises ont été négociées durant au moins 30 sur 60 jours de bourse et peuvent ainsi être qualifiées de liquides selon cette notion de la liquidité. Les actions de Formulafirst Ltd. ne remplissent temporairement pas ce critère et doivent être qualifiées no liquide selon cette définition. La liquidité de l'action de Formulafirst Ltd. est toutefois influencée par un volume de négoce important durant quelques jours, de sorte que sa liquidité moyenne s'avère, malgré le fait qu'elle ne remplit pas le critère de la COPA, relativement élevée.

## 4.7 Transactions comparables

L'examen de transactions similaires de sociétés d'investissements qui étaient auparavant cotées à la SIX est destiné à permettre une appréciation de l'adéquation de l'offre d'échange. L'illustration suivante offre un aperçu des transactions comparables:

**Tableau 1: Aperçu des transactions comparables**

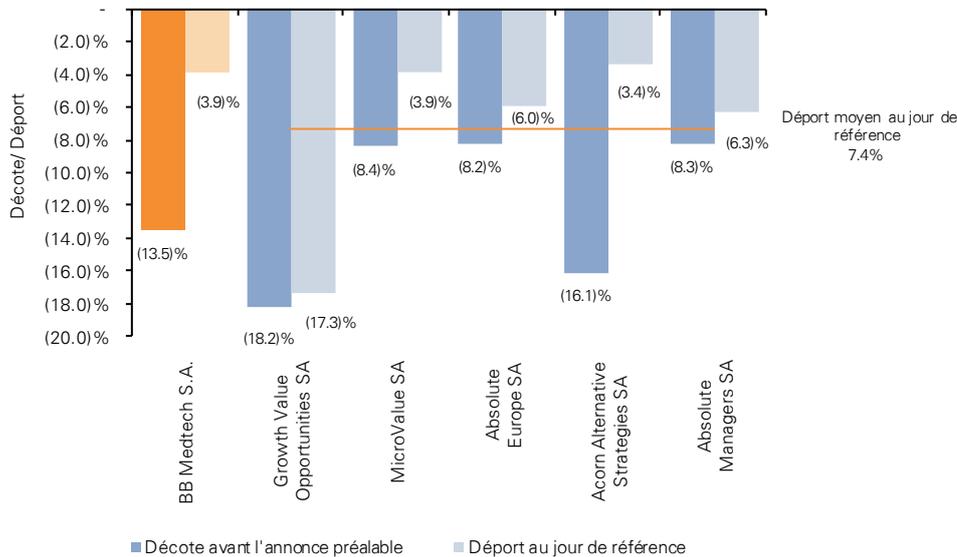
Aperçu des transactions historiques						
	Année	Genre de l'offre	Date de l'annonce préalable	Date de l'offre	Jour de référence du départ	
BB Medtech S.A.	2009	Offre d'échange	7.7.2009	9.7.2009	3.7.2009	
Growth Value Opportunities S.A.	2008	Offre en espèces	6.6.2008	16.6.2008	10.6.2008	
MicroValue S.A.	2007	Offre d'échange	10.1.2008	15.1.2008	6.3.2008	
Absolute Europe S.A.	2006	Offre en espèces	15.11.2006	17.11.2006	31.10.2006	
Acorn Alternative Strategies S.A.	2006	Offre d'échange	26.9.2006	29.9.2006	31.7.2006	
Absolute Managers S.A.	2005	Offre en espèces	24.11.2005	28.11.2005	11.11.2005	

Source: Bloomberg et prospectus d'offre de la transaction

Dans une première étape, la décote du jour de bourse précédant l'annonce préalable de l'offre est comparée avec le départ offert. Le tableau suivant illustre les départs offerts, qui ont été payés dans le cadre de transactions similaires, ainsi que la décote au jour de bourse avant l'annonce préalable de la transaction:<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Cf. Communication N° 2 de la Commission des OPA sur la notion de liquidité du 31 août 2007. Selon cette communication, un titre est qualifié de liquide s'il a été négocié pendant au moins 30 jours sur une période de 60 jours de bourse. Il convient de souligner que cette notion de liquidité se rapporte à la question de savoir dans quelle mesure des titres de participation cotés offerts doivent être qualifiés de non liquides au sens de l'art. 40 al. 4 OBVM-FINMA et ainsi être évalués par un organe de contrôle (art. 25 LBVM).

<sup>10</sup> Pour Absolute Europe SA, Acorn Alternative Strategies SA et Absolute Managers SA, il s'agissait de la dernière NAV disponible avant le jour de bourse précédant l'annonce préalable qui a été utilisée; en effet, selon Bloomberg, le jour de bourse précédant, aucune NAV n'avait été publiée.

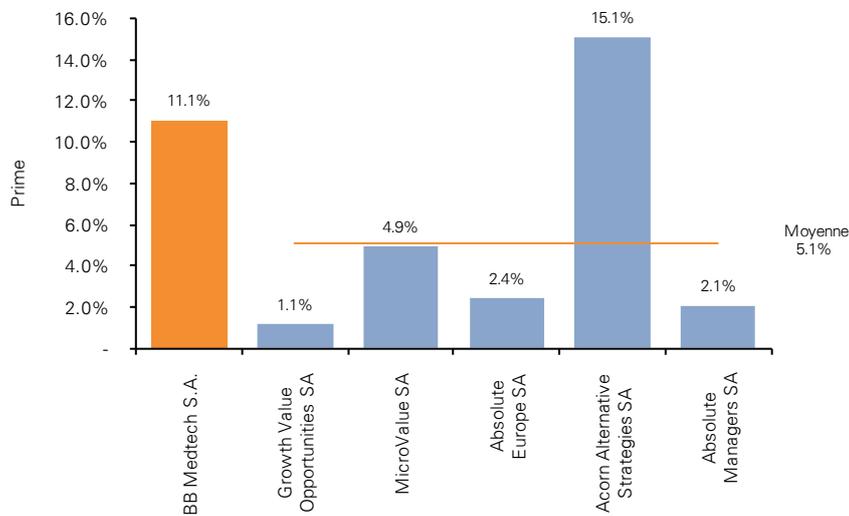
**Illustration 7: Transactions comparables**


Source: Bloomberg et prospectus d'offre de la transaction

L'analyse permet de constater des déports dans le cadre de transactions similaires par rapport à l'offre d'acquisition dans un spectre allant de 3.4 % à 17.3 %. Il peut être constaté qu'il existe, pour les offres d'échange de MicroValue SA et d'Acorn Alternative Strategies SA, des différences importantes entre la décote le jour de bourse précédant l'annonce préalable et le déport offert. Par ailleurs, lors d'offres d'échange, des déports sur la NAV moins importants en comparaison avec des offres en espèces ont été offerts et les déports offerts n'ont pas changé de façon significative durant la période sous revue. L'offre d'échange pour BB Medtech, avec un déport offert de 3.9 %, se situe clairement en-dessous de la décote de 13.5 % au 3 juillet 2009 et elle est comparable avec les offres d'échange de MicroValue SA et d'Acorn Alternative Strategies SA. Au surplus, la présente offre de Vontobel se situe en-dessous du déport moyen de 7.4 % offert déterminé pour toutes les transactions comparables.

Dans une deuxième étape, les primes moyennes offertes par rapport au cours de clôture le jour de bourse précédant l'annonce préalable pour des transactions comparables sont examinées. Tel que cela ressort de l'illustration suivante, il y a un spectre allant de 1.1 % à 15.1 %, avec une prime moyenne de 5.1 % :

**Illustration 8: Primes offertes dans le cadre de transactions comparables**



Source: Bloomberg et prospectus d'offre des entreprises

Avec cela, les primes offertes font apparaître de grandes disparités; simultanément, une segmentation en offres d'échange et offre d'achat est de nouveau perceptible. Pour les offres d'échange de MicroValue SA et Acorn Alternative Strategies SA, l'on peut constater, à côté des départs susmentionnés plus bas, également des primes plus élevées que dans le cadre d'offres en espèces. La présente offre pour BB Medtech correspond, compte tenu du cours de clôture du 3 juillet 2009, à une prime offerte de 11.1 % et se situe ainsi en-dessus des primes moyennes pour toutes les transactions comparables et à l'intérieur de la fourchette déterminée auparavant. La prime offerte se situe par ailleurs sensiblement en-dessus des primes offertes pour les offres en espèces de Growth Value Opportunities SA, Absolute Europe SA et Absolute Managers SA.

## 4.8 Conséquences fiscales

Selon le ruling fiscal et les principes généraux du droit suisse de l'impôt sur le revenu et l'impôt sur le bénéfice, la transaction reste, pour les actionnaires qui présentent leurs actions et qui détiennent leurs actions dans leur fortune privée, sans conséquences négative. Pour les actionnaires qui détiennent les actions dans leur fortune commerciale et qui sont imposables en Suisse, la différence entre la valeur comptable des actions et de la part de fonds reçue constitue un gain en capital imposable. Pour les actionnaires de Medtech qui n'ont pas accepté l'offre d'échange, les mêmes conséquences fiscales au niveau de l'impôt sur le revenu respectivement sur le bénéfice s'appliquent en cas d'annulation des actions BB Medtech en application de l'art. 33 LBVM.

En cas de fusion par dédommagement, les actionnaires qui n'ont pas présenté leurs actions à l'offre, qui sont imposables en Suisse et qui détiennent leurs actions dans leur fortune privée peuvent être soumis, pour la différence entre le montant du dédommagement et la valeur nominale des actions, à l'impôt sur le revenu. Les actionnaires qui sont imposables en Suisse et qui détiennent leurs actions dans la fortune commerciale réalisent, en cas de fusion par dédommagement, en principe un gain en capital imposable ou une perte en capital déductible. Les actionnaires qui ne sont pas imposables à Suisse ne réalisent en principe pas de revenu soumis à l'impôt suisse sur le revenu respectivement le bénéfice, ceci à condition que les actions BB Medtech ne peuvent être attribuées à un établissement stable ou une activité commerciale en Suisse. Pour tous les actionnaires (peu importe leur domicile fiscal), la différence entre le montant du dédommagement et la valeur nominale de l'action peut être soumis à l'impôt anticipé suisse à concurrence de 35.0 %. Eventuellement, l'impôt anticipé est remboursé aux actionnaires avec domicile, siège fiscal ou résidence en Suisse sur requête, ceci à condition que ces actionnaires déclarent correctement ce dédommagement dans la déclaration fiscale, respectivement, pour les personnes morales, dans les comptes de pertes et profits. Pour les actionnaires domiciliés à l'étranger, l'impôt anticipé peut, partiellement ou entièrement, être remboursé sur la base d'une convention de double imposition éventuellement applicable.

Pour les actionnaires qui sont imposables en Allemagne, l'échange des actions BB Medtech en parts de fonds du fonds de placement est traité, selon le droit fiscal allemand, comme une aliénation des actions BB Medtech. Des aliénations de participations d'actions en-dessous de 1.0 % du capital de base de BB Medtech sont traitées différemment suivant la date d'acquisition, la durée de détention et l'appartenance des actions aliénées à la fortune privée ou la fortune commerciale. Les dispositions suivantes sont en principe applicables:

- Actions détenues dans la fortune privée, acquises avant le 1er janvier 2009, et détenues durant plus d'une année: l'échange est franc d'impôts. Une perte réalisée lors de l'échange n'est pas pris en considération au niveau fiscal.
- Actions détenues dans la fortune privée, acquises avant le 1er janvier 2009, et détenues durant moins d'une année: un gain d'aliénation est imposé selon le principe du „Halb-einkünfteverfahren“. Une perte réalisée lors de l'échange n'est prise en considération que pour la moitié au niveau fiscal et ne peut être compensée qu'avec des bénéfices réalisés dans le cadre de transactions d'aliénation privées.
- Actions détenues dans la fortune privée, acquises après le 1<sup>er</sup> janvier 2009: indépendamment de la durée de détention, un bénéfice d'aliénation est imposé à concurrence de 25.0 %, plus taxe de solidarité et éventuellement impôt paroissial. Une perte réalisée lors de l'échange n'est pas prise en considération au niveau fiscal.

- Actions détenues dans la fortune commerciale: sont applicables les règles générales du droit fiscal pour les entreprises en relation avec des bénéficiaires, respectivement pertes d'aliénation subies avec des participations dans des sociétés de capitaux.

Le bénéfice, ou la perte d'aliénation correspond au prix d'aliénation, duquel sont déduits les coûts d'aliénation et les coûts d'acquisition, respectivement la valeur comptable. Le prix d'aliénation correspond à la NAV au jour de référence moins le déport de 3.9 %.

Les destinataires de l'offre qui ne présentent pas leurs titres à l'offre et qui ont leur domicile en Allemagne doivent, en outre, en cas de fusion avec dédommagement, prendre en considération que la différence entre le montant du dédommagement et la valeur nominale de l'action BB Medtech est éventuellement soumise à l'impôt anticipé suisse de 35.0 %. Selon la convention de double imposition, l'impôt n'est remboursé à des actionnaires ayant leur domicile fiscal en Allemagne, qu'à concurrence de 20.0 %. L'impôt restant de 15.0 % est en principe pris en compte en Allemagne dans la mesure où le bénéfice d'aliénation est imposé en Allemagne.

Sur la base de la nature générale des explications faites ci-dessus, les destinataires de l'offre ainsi que les ayants droit économique d'actions BB Medtech, notamment ceux qui ont leur domicile fiscal à l'extérieur de la Suisse, sont priés dans le prospectus d'entreprendre d'autres investigations en relation avec les conséquences fiscales suisses et étrangères de l'offre d'échange, ce avant l'acceptation de l'offre.

Les conséquences fiscales ont été relatées selon le ruling fiscal et le prospectus d'offre; KPMG n'a pas exécuté d'analyses propres à ce sujet.

## 4.9 Coûts d'aliénation

Au cas où un actionnaire aimerait se défaire, suite à l'acceptation de l'offre d'échange, des parts du Fonds BB Medtech, les coûts d'aliénation ont un intérêt. En cas d'aliénation des parts de fonds de classe T durant les 12 premiers mois, une commission de rachat échelonnée est perçue, tandis qu'il n'y a pas de commission de rachat pour les autres classes. Les commissions de rachat pour la classe T dépendent de la durée dès l'acquisition et se présentent comme suit:

- en cas de rachat dans un délai de 3 mois dès le jour de la libération des parts de fonds („jour de libération“): 4.0 %;
- en cas de rachat dans un délai de 3 à 6 mois dès le jour de libération: 3.0 %;
- en cas de rachat dans un délai de 6 à 9 mois dès le jour de libération: 2.0 %;
- en cas de rachat dans un délai de 9 à 12 mois dès le jour de libération: 1.0 %.
- en cas de rachat après 12 mois dès le jour de libération, il n'y a plus de commission de rachat.

Selon les dires des intéressés, cet échelonnement a été choisi afin d'éviter des spéculations à court terme en relation avec l'offre d'échange et pour offrir des conditions plus favorables aux investisseurs orientés à long terme.

Si l'on met ces conditions en parallèle avec des offres publiques d'échanges comparables, il apparaît qu'une commission de rachat uniforme jusqu'à 0.3% du prix de rachat par part de fonds, sans échelonnement temporel, avait été offerte aux actionnaires MicroValue SA. L'offre aux actionnaires d'Acorn prévoyait, pour un délai de résiliation de 45 jours, une commission de

rachat de 2.0 % et plus aucune commission de rachat en cas de rachat après un délai de résiliation de 90 jours.

Par ailleurs, une comparaison avec les conditions de rachat d'autres fonds du domaine de la santé a été faite. Dans le cadre de cette comparaison, les commissions de rachat ont été prises en considération séparément pour les fonds suisses, d'une part, et pour la totalité des fonds sans distinction supplémentaire selon les pays ou régions, d'autre part. Pour la Suisse, seuls trois fonds étaient disponibles et la totalité des fonds du domaine de la santé s'élevait, pour l'analyse, à 73. La commission de rachat se situe entre 0.0 % et 4.0 %, étant précisé que les sociétés de fonds appliquant des commissions de rachat élevées ne prélèvent souvent pas d'émoluments d'émission. La commission de rachat moyenne pour la Suisse se situe à 1.3 % et pour la totalité des fonds dans le domaine de la santé à 1.1 %.<sup>11</sup> Partant, la commission de rachat se situe, pour les destinataires de l'offre qui restituent leurs parts dans les 9 premiers mois, au-dessus de la commission moyenne des fonds analysés. Des investisseurs orientés à long terme s'acquitteront par contre d'une commission plus basse, voire d'aucune commission de rachat du tout.

---

<sup>11</sup> Cf. Annexe III: aperçu des commissions de rachat de fonds dans le domaine de la santé.

## 4.10 Facteurs d'influence sur le déport

Afin d'apprécier le déport par rapport à la NAV, il convient d'identifier différents facteurs d'influence qui ont un effet sur l'ampleur du déport. Deux facteurs d'influence possibles sont les frais de transaction directs ainsi que les coûts d'opportunité pour le capital investi qui sont à la charge de Vontobel.

Les frais de transaction pour Vontobel englobent, parmi d'autres frais, les frais de conseils, les frais d'impression, les frais de publication et les coûts du droit de timbre de négociation. Ces frais s'élèvent, selon un calcul à notre disposition, à environ 1.0 % de la NAV de BB Medtech au 3 juillet 2009. Ces frais sont plausibles et, par rapport au montant, comparables aux frais de transaction des transactions comparables (cf. tablette Comparaison des frais de transaction). Par ailleurs, il y a des coûts d'opportunité à la charge de Vontobel puisque le capital de BB Medtech est lié en raison des charges contenues dans le ruling fiscal pour une durée de 5 ans.<sup>12</sup> Dès lors que les coûts d'opportunité ne sont pas observables directement et puisqu'ils reposeraient sur une série d'hypothèses, nous ne les avons pas chiffrés.

Tableau 2: Comparaison des frais de transaction

Comparaison des coûts de transaction		
	Année	Coûts de transaction
BB Medtech S.A.	2009	1.0% de la NAV
Growth Value Opportunities SA	2008	n.d.
MicroValue SA	2007	0.7% de la NAV
Absolute Europe SA	2006	n.d.
Acorn Alternative Strategies SA	2006	1.0% de la valeur de l'offre
Absolute Managers SA	2005	n.d.

Source: Fairness Opinions correspondantes

<sup>12</sup> cf. Ruling fiscal

## 5 Alternatives pour les actionnaires

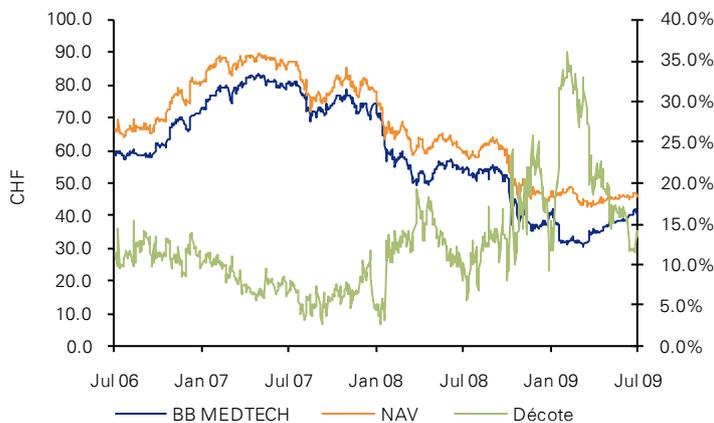
Il existe une multitude d'alternatives pour transmettre la valeur d'une entreprise aux actionnaires. Ci-après, nous nous limitons à la vente des actions en bourse, la liquidation de la société et le refus de l'offre d'échange.

### 5.1 Vente des actions en bourse

L'actionnaire a la possibilité de vendre ses actions pendant la durée de l'offre et, aussi longtemps qu'il n'a pas présenté ses titres à l'offre, en bourse. Le revenu ainsi réalisé est déterminé par le cours de bourse au moment de la vente. Si le revenu ainsi réalisable est plus élevé que le résultat découlant d'une acceptation de l'offre, cette alternative est plus attractive pour l'investisseur.

L'illustration suivante présente le développement historique du cours de bourse, de la NAV et de la décote durant les trois dernières années:

**Illustration 9: Cours de bourse et NAV de BB Medtech (4.7.2006 – 3.7.2009)**



Source: Bloomberg 3.7.2009

L'analyse historique montre que la décote a été, durant la période d'observation allant du 4 juillet 2006 au 3 juillet 2009 et à l'exception de 11 sur un total de 751 jours de négoce (soit durant 1.5 % des jours de négoce), toujours plus élevée que le déport de 3.9% offert par Vontobel dans son offre d'échange.

Par ailleurs, il convient de prendre en considération que l'aliénation d'un grand nombre d'actions qui bénéficient d'une liquidité restreinte peut avoir une influence négative sur le prix réalisable.

## 5.2 Liquidation

La liquidation de la société constitue une autre alternative par rapport à l'offre d'échange. Pour cela, une décision de l'assemblée générale, réunissant au moins deux tiers des voix représentées et la majorité absolue des valeurs nominales représentées est nécessaire. Une liquidation de BB Medtech signifierait la vente de tous les investissements et des autres actifs. Le résultat de liquidation en découlant serait versé, après déduction de toutes les dettes, aux actionnaires. Le versement a des conséquences différentes pour les investisseurs institutionnels et privés qui sont imposés en Suisse:

- Investisseurs institutionnels: l'imposition s'effectue selon le principe de la valeur comptable. Conformément à ce principe, la différence entre la valeur comptable fiscalement déterminante et le résultat de liquidation est soumise à l'impôt sur le revenu et le bénéfice.
- Investisseurs privés: La base pour l'imposition des investisseurs privés est, dans le cadre d'une liquidation intervenant avec le 1<sup>er</sup> janvier 2011, la différence entre la valeur nominale de l'action et le résultat de liquidation. L'ampleur de l'imposition sur le revenu dépend du canton.

En cas de liquidation avant le 1<sup>er</sup> janvier 2011, la différence entre la valeur nominale des actions et du résultat de liquidation est par ailleurs soumise à l'impôt anticipé à concurrence de 35.0%.<sup>13</sup> 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 des actionnaires étrangers dépend de l'existence éventuelle d'un accord sur la double imposition entre le pays de résidence et la Suisse.

L'inconvénient sensible d'une liquidation consiste dans le fait que le marché des capitaux anticipe la vente d'importants paquets d'actions sur la base de l'annonce d'une liquidation, ce qui peut avoir une influence négative sur le cours de bourse. Une liquidation génère en outre habituellement des frais causés en raison de résiliation de contrats d'administration ou de management, ainsi que des frais d'avocats et de révision. Par rapport à une offre d'échange, il convient par ailleurs de signaler un possible retard temporel dans le cadre d'une liquidation.

## 5.3 Refus de l'offre d'échange

Les actionnaires peuvent refuser l'offre d'échange dans l'attente d'une réduction de la décote et continuer à détenir les parts. Une telle alternative serait intéressante pour les investisseurs si une réduction de la décote au-delà du déport proposé dans le cadre de l'offre d'échange était attendue.

---

<sup>13</sup> En cas de liquidation après le 1er janvier 2011, l'imposition par l'impôt anticipé et l'impôt sur le bénéfice serait, en raison du passage du principe de la valeur nominale au principe du capital investi, quelque peu atténuée dans le cadre de la réforme de l'imposition des entreprises II adoptée en mars 2007 par les Chambres fédérales.

Tel que déjà évoqué, l'action BB Medtech ne se situait, durant les trois dernières années, que, durant quelques jours en-dessus du déport offert (cf. chapitre 5.1 Vente des actions en bourse), de sorte qu'une réduction de la décote paraît invraisemblable.

Il convient enfin de souligner que Vontobel dispose de la possibilité du Squeeze-out selon le droit boursier (art. 33 LBVM) par rapport aux actionnaires minoritaires restants si plus de 98.0 % de toutes les actions BB Medtech émises ont été valablement présentées à l'offre jusqu'à l'expiration du délai d'offre. Au cas où plus de 90.0 %, mais moins de 98.0 % des actions émises ont valablement été présentées à l'offre, il est possible d'exécuter une fusion avec dédommagement (cf. chapitre 3.2.1 Offre publique d'échange).

## 6 Autres aspects

Suit une présentation d'autres aspects qui ont un lien indirect avec l'appréciation de l'adéquation financière de l'offre d'échange.

Selon le prospectus d'offre, la contre-valeur de l'offre d'échange est calculée sur la base de la NAV au jour de référence moins un déport de 3.9%. Une analyse de la NAV doit ainsi donner des indications par rapport à des risques possibles de l'offre. Au surplus, les coûts liés à la gestion du Fonds BB Medtech sont soumis à un examen plus profond.

### 6.1 Facteurs d'influence sur la Net Asset Value

Le calcul de la NAV est effectué tous les jours de bourse par BB Medtech. Le calcul se fait, comme cela est usuel dans l'industrie, sur la base des valeurs du marché des participations actuelles, de l'actif circulant ainsi que des engagements. La part de valeur des participations à la NAV au 3 juillet 2009 s'élève à moins de 75.0%. Par ailleurs, une part importante de liquidités est détenue, ce qui se répercute dans le degré d'investissement faible par rapport aux années précédentes. Les participations et les liquidités correspondent ensemble à plus de 98.0% de la NAV au 3 juillet 2009. Ci-après sont exposés les facteurs qui sont en relation avec l'offre et un changement de la forme juridique par rapport aux participations.

#### 6.1.1 Fluctuations des cours

En raison des fluctuations futures des cours des participations détenues par BB Medtech, il existe la possibilité qu'une offre apparaissant attractive aujourd'hui puisse amener à une valeur d'échange plus basse (en chiffres absolues) au jour de référence. Si un investisseur attend des fluctuations de cours négatives importantes dans le domaine de la technologie médicale, de sorte que la NAV future sous déduction du déport offert se trouve en-dessous du cours de bourse actuel, il serait favorable d'aliéner la participation dans BB Medtech aujourd'hui à la bourse. La décote ainsi réalisée serait ainsi certes plus importante que le déport offert, mais l'actionnaire se placerait mieux par rapport à l'offre, compte tenue de l'évolution négative du cours de participation (et ainsi de la réduction de la NAV).

A part le risque d'une baisse du cours, il existe pour l'actionnaire également la possibilité d'une évolution favorable du cours. Une augmentation des cours de bourse des participations à l'avenir entraînerait une contrepartie plus élevée correspondante de l'offre d'échange.

### **6.1.2 Politique d'investissement**

Les directives de placement de BB Medtech ont été rédigées en 1997 et n'ont été adaptées que légèrement depuis lors. La politique de placement actuel est expliquée dans le rapport trimestriel du 31 mars 2009 (cf. également chapitre 2.1 Politique d'investissement). Analogue à la politique de placement de BB Medtech, le focus de placement du Fonds BB Medtech est également dirigé vers des entreprises dans le domaine de la technologie médicale (cf. également chapitre 3.2.2 Etablissement d'un fonds de placement). Le Fonds BB Medtech nouvellement constitué doit, en outre, respecter les directives de placement d'une SICAV de droit luxembourgeois. En comparant les directives de placement, il découle principalement une diversification renforcée pour le portefeuille adapté. Par ailleurs, des investissements dans des papiers-valeurs de participation d'autres entreprises seront explicitement limités à un tiers de la fortune nette du Fonds BB Medtech; aussi, le degré de prêt maximal par rapport aux papiers-valeurs ainsi que les limites de crédit maximales seront plus fortement restreints. L'ancien rôle d'investissement actif n'est cependant plus explicitement mentionné dans la politique d'investissement du Fonds BB Medtech. Il en suit en principe une réduction du risque global du portefeuille. D'autre part, les directives de placement réduisent la flexibilité des décisions d'investissement.

### **6.1.3 Risque d'un fonds ombrelle**

Le fonds constitué est un fonds partiel du Bellevue Funds (Lux) selon le droit luxembourgeois sous la forme d'une SICAV avec siège social au Luxembourg. Selon les explications contenues dans le prospectus de fond „Bellevue Asset Management – Bellevue Funds (Lux)“ de mars 2009, le fonds de placement constitué est géré, comme entité juridique, de manière séparée sur le plan juridique et comptable. La faillite d'un fonds partiel n'aurait ainsi aucune incidence sur la fortune d'un autre. Les dispositions relatives au droit de la faillite du Luxembourg sont comparables à celles de la Suisse. L'avantage déterminant d'une structure de fonds ombrelle réside dans l'augmentation de l'efficacité puisque la constitution d'un nouveau fonds indépendant serait liée à des coûts plus élevés. Ainsi, et à titre d'exemple, certains contrats ne doivent être établis qu'une seule fois.

## **6.2 Frais d'administration**

Les frais d'administration actuels de BB Medtech sont façonnés de telle manière qu'ils dépendent plus fortement du succès que ceux du Fonds BB Medtech. La moyenne des frais de gestion de fortune des cinq dernières années (1.7%) se situe en-dessus des coûts du fonds offerts de 1.2 %. Une quantification sommaire des coûts existants et futurs amène au tableau suivant:

- Avant la transaction, les frais d'administration ont été influencés par l'évolution boursière de l'action BB Medtech. A part un émolument de base de 0.4 % p.a. de la capitalisation boursière, une composante liée au succès („Emolument Asset

Management“), dépendant du cours boursier de l'action BB Medtech, était due.<sup>14</sup> En raison de la performance variée de l'action durant les années, l'émolument Asset Management annuel fluctuait de façon significative. La charge totale pour la gestion de fortune s'élevait, entre 2004 et 2008, à un montant correspondant à entre 0.3 % et 3.2 %, de la NAV. Les frais d'administration totaux (Total Expense Ratio, qui prennent en compte, outre la gestion de fortune, les indemnités du conseil d'administration) ont fluctué entre 0.8 % et 3.6 % et s'élevaient en moyenne quinquennale à 2.2 %. La charge a été, pour tous les actionnaires de BB Medtech, la même. Les valeurs peuvent être reprises dans le tableau suivant:

**Tableau 3: Aperçu des frais d'administration**

BB Medtech - Coûts d'administration					
en million CHF	2004	2005	2006	2007	2008
<b>Gestion de fortune</b>					
Emolument de base	2.7	3.6	16.0	28.1	2.9
Emolument de performance	-	20.6	4.0	4.5	-
Autres frais			0.1	0.1	0.1
<b>Total gestion de fortune</b>	<b>2.7</b>	<b>24.2</b>	<b>20.1</b>	<b>32.7</b>	<b>3.0</b>
NAV à la fin de l'année	783.5	949.1	1,135.4	1,031.0	517.8
<b>Total gestion de fortune (en % de la NAV à la fin de l'année)</b>	<b>0.3%</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>3.2%</b>	<b>0.6%</b>
<b>Frais de gestion (Total Expense Ratio)</b>	<b>0.8%</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.6%</b>	<b>1.1%</b>
- dont dépendant de la performance	-	2.4%	1.7%	2.7%	-

Source: Rapport annuel BB Medtech

- Après la transaction, des frais d'administration<sup>15</sup> de la classe T à hauteur de 1.7 % p.a. de la NAV sont attendus, étant précisé que ces frais devraient se composer d'un émolument de gestion de 1.2 % pour la classe T ainsi que d'autres frais (c'est-à-dire banque de dépôt, gestion centrale et office d'enregistrement) de 0.5 % en moyenne. D'autres frais, qui découlent de l'activité du fonds ne sont pas pris en considération dans le présent aperçu. Selon les informations reçues, un Total Expense Ratio de 1.7 % est visé pour la classe T, ce qui se situerait 0.4 % en-dessous de la moyenne quinquennale de BB Medtech.
- Les porteurs de parts de fonds ont, sous certaines conditions, la possibilité de changer leurs parts de la classe T en des parts de classe B (clients retail) ou de la classe I (clients institutionnels) à un moment ultérieur.<sup>16</sup> Une transformation des parts de la classe T entraîne, durant les 12 premiers mois après l'offre d'échange, une commission de rachat échelonnée.

<sup>14</sup> Les conditions de la gestion de fortune sont présentées en détail dans le prospectus d'émission de BB Medtech (disponible sur le site [www.bbmedtech.ch](http://www.bbmedtech.ch)).

<sup>15</sup> cf. Prospectus Bellevue Asset Management Bellevue Funds (Lux) de mars 2009.

<sup>16</sup> Les conditions pour la souscription de la classe I sont présentées dans le chapitre 3.2.2 Etablissement d'un fonds de placement.

- Les porteurs de parts de fonds de la classe B doivent par contre s'attendre à des frais d'administration plus élevés de 2.1 % p.a., étant précisé que ces frais devraient contenir un émoulement de gestion de 1.6 % ainsi que d'autres frais de 0.5 %. Une transformation de parts de fonds de la classe T offerts en parts de fonds de classe B n'est, en raison de ces frais plus élevés, pas avantageuse.
- Les porteurs de parts de fonds de classe I profiteront de frais d'administration attendus plus bas de 1.4 % p.a., étant précisé que ces frais devraient contenir un émoulement de gestion de 0.9 % ainsi que d'autres frais de 0.5 %.
- Il convient de souligner que ces émoulements pour les parts de fonds après exécution de la transaction constituent des estimations et ne pourront être déterminés de manière exacte qu'à la fin de l'année.

## 7 Conclusions de l'attestation d'équité

L'analyse de l'offre d'échange amène aux conclusions suivantes:

- L'offre de Vontobel présentée aux actionnaires de BB Medtech amènerait, en cas d'acceptation, à un résultat selon lequel les actionnaires échangent leurs actions dans BB Medtech contre des parts de fonds dans le Fonds BB Medtech. Les participations constituant la base et les autres actifs ne se modifieraient pas par l'échange des parts, sous réserve de la réduction des liquidités en raison du déport de 3.9 % sur la NAV;
- L'action BB Medtech a été, dans le passé, négociée le plus souvent avec une décote significativement plus importante que le déport offert;
- Une réduction significative et durable de la décote en cas de refus de l'offre d'échange ne paraît, au vu de l'évolution du cours dans le passé peu probable;
- Le déport offert de 3.9 % sur la NAV se situe, mis en parallèle avec les décotes actuelles d'entreprises comparables, plus bas. Par ailleurs, il convient de constater dans l'analyse de transactions comparables que la prime offerte se situe au-dessus de la moyenne des transactions comparables et que le déport offert se situe dans un ordre de grandeur similaire;
- La restitution des parts de fonds dans les 12 premiers mois est liée à une commission de rachat relativement élevée. Après ce délai de 12 mois, il n'y a plus de commission de rachat.

En raison des analyses effectuées ci-dessus, nous considérons l'offre d'échange de Vontobel Beteiligungen AG présentée à tous les actionnaires de BB Medtech S.A. appropriée et équitable d'un point de vue financier.

L'attestation d'équité a été finalisée le 8 juillet 2009.

KPMG SA



Johannes Post

Director



Olaf Kiel

Senior Manager

## Annexe I: Bases d'analyse

### Documents de BB Medtech et de Vontobel

- Rapport de gestion 2008, Rapport trimestriel pour fin mars 2009 de BB Medtech
- L'annonce préalable de l'offre publique d'échange du 7 juillet 2009
- Prospectus d'offre du 8 juillet 2009
- Convention de transaction du 6 juillet 2009
- Prospectus approuvé pour Bellevue Asset Management Bellevue Funds (Lux) de mars 2009
- Calcul de la Net Asset Value du 3 juillet 2009
- Présentation indicative de Vontobel relative aux coûts de transaction au 7 mai 2009
- Ruling fiscal de l'Administration fiscale du 14 mai 2009, du Service cantonal des contributions de Zurich du 28 mai 2009 et du Service cantonal des contributions de Schaffhouse du 7 mai 2009
- Copie d'information du courrier du conseil fiscal Tappolet & Partner aux Services des contributions relatif au ruling fiscal du 28 avril 2009 „Vontobel-Gruppe, Zürich und BB Medtech AG, Schaffhausen: Öffentliches Übernahmeangebot für BB Medtech AG-Aktien durch Vontobel Beteiligungen AG“
- Investment Guidelines de BB Medtech Group du 7 mars 1997

### **Données des marchés financiers**

Données financières de sociétés d'investissement suisses cotées qui peuvent être qualifiées de sociétés comparables en raison de leur politique d'investissement et/ou leur taille.<sup>17</sup>

Prospectus d'offre de transactions comparables.<sup>18</sup>

### **Interlocuteurs**

- Heino von Prondzynski      BB Medtech S.A.
- Adrian Hagenbach      Banque Vontobel SA
- Claudio Steffenoni      Banque au Bellevue
- Kalina Scott      Banque au Bellevue

---

<sup>17</sup> Sources utilisées: Bloomberg et sites Internet des sociétés comparables

<sup>18</sup> Source utilisée: site Internet de la COPA ([www.takeover.ch](http://www.takeover.ch))

## Annexe II: Description sommaire des entreprises comparables

Description sommaire des entreprises comparables		
	Description	Page d'accueil
BB Biotech AG	BB Biotech AG is an investment company. The Company invests in biotech companies that operate in areas that include oncology, cardiovascular diseases, infectious diseases and autoimmune diseases.	<a href="http://www.bbbiotech.com">www.bbbiotech.com</a>
Formulafirst Ltd	Formulafirst Ltd. is a globally operating investment company. Formulafirst Ltd. seeks to generate above-average capital gains over a mid- to long-term time horizon. The investment universe consists of owner-managed companies and companies that are controlled by smart investors.	<a href="http://www.formulafirst.ch">www.formulafirst.ch</a>
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.	<a href="http://www.machhitech.ch">www.machhitech.ch</a>
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.	<a href="http://www.sustainable.ch">www.sustainable.ch</a>

Source: Bloomberg

### Annexe III: Aperçu des commissions de rachat de fonds dans le domaine de la santé

Aperçu commissions de rachat		
	Nombre de fonds	Commission de rachat
<b>Fonds suisses du secteur de la santé</b>	1	2.0%
	2	1.0%
	Moyenne	1.3%
<b>Tous les fonds du secteur de la santé</b>	13	4.0%
	2	3.0%
	4	2.0%
	14	1.0%
	40	0.0%
	Moyenne	1.1%

Remarque: seuls les fonds qui donnent des indications quant aux commissions de rachat ont été pris en considération

Source: [www.morningstar.ch](http://www.morningstar.ch)