

Fairness Opinion Growth Value Opportunities SA

16 juin 2008

 **ERNST & YOUNG**

Quality In Everything We Do

Louis Siegrist

Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 2131
M +41 58 289 2131
F +41 58 286 3025
E louis.siegrist@ch.ey.com

Jürg Stucker

Senior Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 3034
M +41 58 289 3034
F +41 58 286 3025
E juerg.stucker@ch.ey.com

Marc Reinhardt

Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 4289
M +41 58 289 4289
F +41 58 286 3025
E marc.reinhardt@ch.ey.com

Thomas Fugmann

Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 4542
M +41 58 289 4542
F +41 58 286 3025
E thomas.fugmann@ch.ey.com

Abreviations / Explications

Discount	Différence entre la valeur des actifs nets et le cours de l'action en pourcentage de la valeur des actifs nets
Call Option	Option d'achat
CHF	Francs suisse
CIS	Commonwealth of Independent States
ENR	ENR Russia Invest SA
EY	Ernst & Young AG
GRO	Growth Value Opportunities SA / la Société
CEI	Communauté des Etats Indépendants
GVO	Georg von Opel
MCHF	Millions de francs suisses
Real Estate	Immobilier
SWX	Swiss Exchange SA (bourse suisse)
VAN	Valeur des actifs nets

Table des matières

Introduction

1. Situation de départ.....	2
2. Mission	5
3. Méthodologie	6
4. Principes de valorisation.....	7

Aperçu de Growth Value Opportunities SA

5. Composition du portefeuille	9
6. Calcul de la VAN	10
7. Autres considérations.....	12

Comparaison de discounts VAN spécifiques au secteur

8. Sociétés cotées comparables.....	15
9. Transactions comparables	17

Comparaison d'alternatives du point de vue des actionnaires de GRO

10. Vente des actions en bourse pendant la période de l'offre	21
11. Liquidation de l'entreprise et paiement du résultat de liquidation	23
12. Refus de l'offre dans l'espoir d'un discount moins élevé.....	24
13. Synthèse des alternatives	25

Conclusion de la Fairness Opinion

14. Appréciation globale.....	27
-------------------------------	----

Introduction

1. Situation de départ
2. Mission
3. Méthodologie
4. Principes de valorisation

Situation de départ

Growth Value Opportunities SA (GRO ou « la Société ») est une société d'investissement dont les sièges sont à Genève, avec une capitalisation boursière de MCHF 362.7 au 10 juin 2008. GRO a été fondée en 1995 sous le nom Eastern Natural Resources SA. La Société a ensuite élargi son activité centrée à l'origine sur les matières premières et a changé son nom en ENR Russia Invest SA (« ENR »). Elle focalisait alors ses investissements sur des entreprises en Russie, dans la Communauté des Etats Indépendants et dans les Etats baltes. Dans la seconde moitié de 2007, la société fut réorganisée. D'une part ENR a été renommée Growth Value Opportunities SA, et d'autre part, l'adaptation de la stratégie d'investissement a mené à des investissements dans des activités plus internationales. Depuis le 15 décembre 1995, GRO est cotée en bourse sur le SWX (Swiss Exchange). Jusqu'en novembre 2007, le titre a été échangé sous le symbole ENR. Depuis novembre 2007, le titre est représenté par le symbole GRO I.

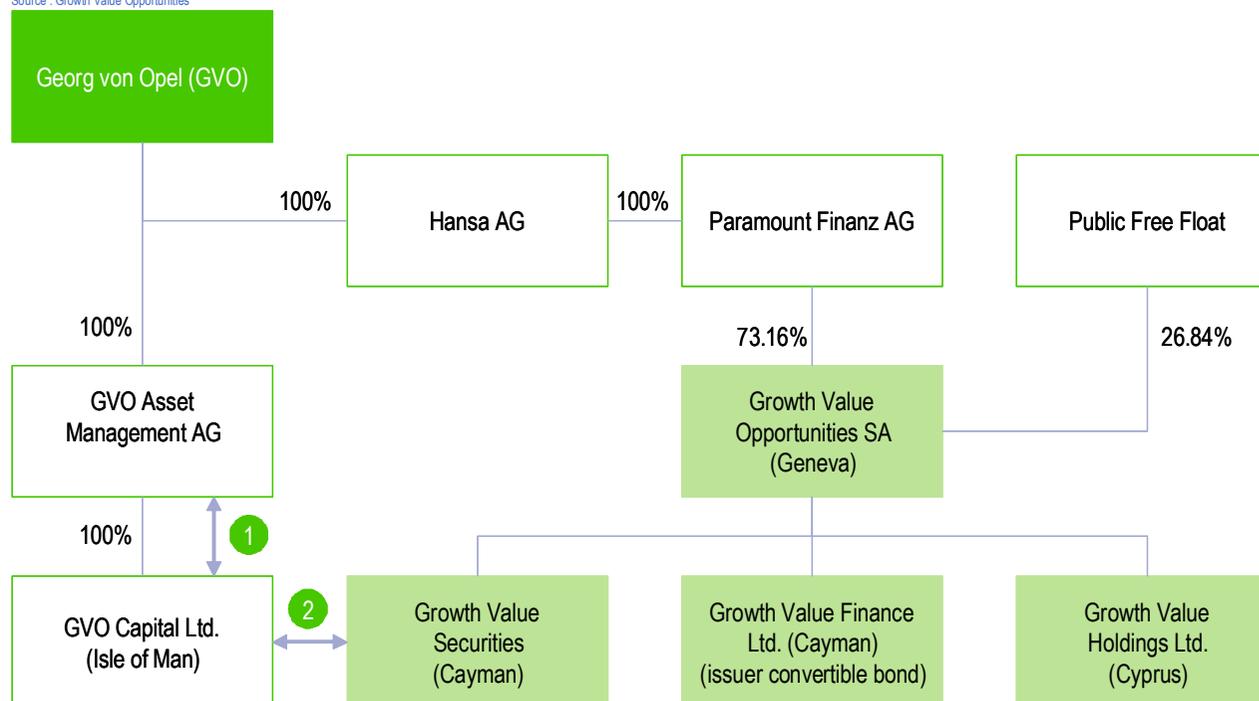
La société a pour objectif, à travers l'implémentation d'une « Absolute Return Strategy » de s'orienter vers des sociétés, des industries et des régions sous évaluées et d'en retirer des rendements positifs. La stratégie d'investissement de GRO est mise en œuvre à travers l'entité GVO Capital Limited, Îles de Man, une filiale à 100% de GVO Asset Management AG, Neuhausen am Rheinfal. Les comptes de GRO sont tenus en francs suisses (CHF).

A la date de valorisation du 10 juin 2008, Paramount Finanz AG (« Paramount »), une filiale à 100% de la société anonyme Hansa siégeant à Baar (Canton de Zug), détient environ 73.16% des actions de GRO. Hansa SA est quant à elle contrôlée à 100% par Georg von Opel. Le graphique ci-dessous montre une vue simplifiée de la structure de propriété au 10 juin 2008.

Situation de départ

Diagramme simplifié de la propriété de Growth Value Opportunities SA

Source : Growth Value Opportunities



- ① Investment Advisory Agreement ② Investment Management Agreement

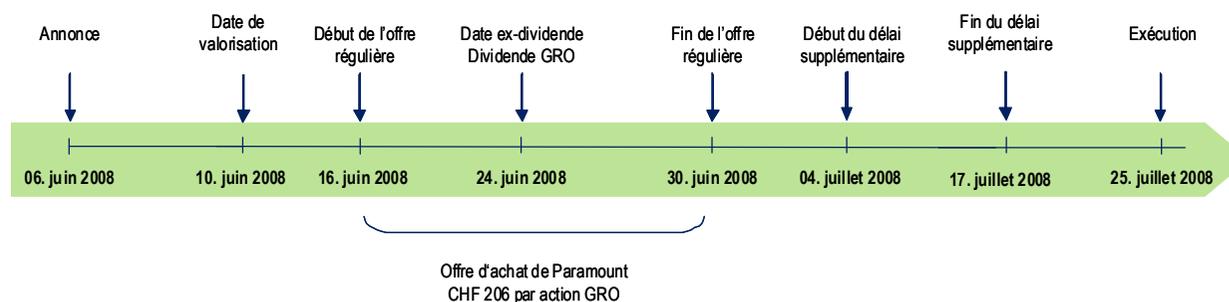
Paramount soumettra une offre publique d'achat («offre») aux actionnaires minoritaires de GRO portant sur toutes les actions au porteur restantes de GRO à un prix de CHF 206 par action au porteur. L'offre court du 16 au 30 juin 2008, avec option de prolongation jusqu'à 40 jours de bourse. Dès publication de l'offre, une période de 10 jours boursiers débutera pendant laquelle les actionnaires auront le droit d'accepter l'offre. Cette période débutera probablement le 4 juillet 2008 et prendra fin le 17 juillet 2008. GRO envisage par ailleurs la distribution d'un dividende au 24 juin 2008. Le prix d'offre ne sera pas affecté par le paiement de ce dividende. Cette Fairness Opinion relate les résultats de l'analyse de cette offre par Ernst & Young.

Situation de départ

Cette analyse se base sur des principes de valorisation basés sur la valeur des actifs nets (VAN) puisque les actions de GRO sont à considérer comme pas liquide au regard des faibles volumes d'échange observés au cours des 12 derniers mois en comparaison avec d'autres sociétés d'investissement (au regard de la recommandation 2 de la commission des OPA du 3 septembre 2007, le titre ne serait toutefois pas qualifié de pas liquide).

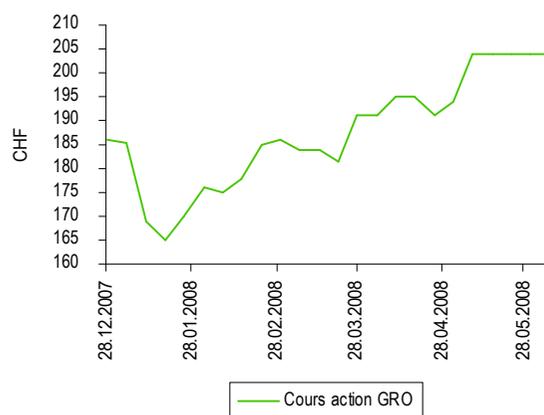
Echéancier de l'offre d'achat

Source: Information du Management



Evolution du cours de l'action GRO en 2008

Source: Bloomberg LP



La valeur ferme de l'offre prévue de CHF 206 par action aux actionnaires de GRO représente une prime de 1.0% sur son cours de clôture au SWX le 5 juin 2008 (CHF 204). Il convient de remarquer que, malgré le manque de liquidité du titre par rapport à ceux d'autres sociétés d'investissement similaires, la valeur a augmenté de CHF 18 (9.7%) par rapport au cours de clôture du 28 décembre 2007 (CHF 186). Par ailleurs, la société anonyme Hansa s'est comportée en tant qu'acheteur sur le marché depuis janvier 2008. Le graphique à gauche montre l'évolution du cours de l'action du 28 décembre 2007 au 5 juin 2008.

L'offre correspond à un discount de 17.3% sur base de la VAN non diluée de GRO publiée au 10 juin 2008 (CHF 249.08). L'offre d'achat faite par Paramount est une offre 100% cash.

Mission

Le conseil d'administration de GRO a mandaté Ernst & Young (EY) pour la préparation d'une Fairness Opinion. Cette Fairness Opinion a pour objectif la vérification de l'adéquation du prix d'achat offert tel que décrit ci-dessus du point de vue d'un actionnaire public de GRO. Cette opinion doit donner l'assurance, d'une manière neutre, au conseil d'administration et aux actionnaires que le prix offert est juste et approprié d'un point de vue financier.

Ernst & Young ne reçoit aucune rémunération en rapport avec le succès de l'offre ou le prix payé, et est indépendant de GRO. Le rapport n'est pas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'achat.

Cette Fairness Opinion se base sur des informations dont l'exactitude et le caractère complet n'ont pas été vérifiés, ni par Ernst & Young, ni par une partie tierce. Ernst & Young part donc de l'hypothèse que les indications, informations et données fournies par la Société sont fiables. Notre analyse concerne exclusivement l'offre d'achat décrite ci-dessus et se base sur des données de marchés, financières, économiques et sur d'autres conditions cadres, telles qu'elles peuvent être appréciées à ce jour. Notre opinion est basée dans une large mesure sur les indications fournies par GRO ; dès lors notre responsabilité est limitée à l'analyse et à l'appréciation soigneuse et précise des informations qui lui ont été transmises dans le cadre de cette mission. Dans le cas présent, les méthodes de valorisation utilisées sont considérées comme appropriées. Enfin, GRO a confirmé qu'elle n'a pas connaissance de faits ni de circonstances selon lesquels les informations transmises à Ernst & Young ne seraient trompeuses, fausses ou incomplètes.

Cette Fairness Opinion est traduite de l'allemand en français.

Méthodologie

Ernst & Young a entrepris différentes analyses pour évaluer l'offre d'achat des actions de GRO. Les principales approches furent les suivantes:

- ▶ „Sum-of-the-parts“: évaluation individuelle des actifs par l'application de la méthode de valorisation la plus appropriée afin de déterminer la VAN.
 - Participations cotées – prise en considération des cours de bourse et de la liquidité
 - Participations non-cotées – application des multiples de marché
 - Autres participations et engagements – application d'une méthode de valorisation appropriée en prenant des obligations convertibles
- ▶ Appréciation de l'offre par comparaison des discounts avec des sociétés cotées et des transactions comparables
- ▶ Analyse des alternatives à l'acceptation de l'offre se présentant aux actionnaires

La présente analyse a été réalisée par Ernst & Young en considérant la totalité des actionnaires publics. Les effets fiscaux individuels et autres, risquant de survenir suite à l'acceptation de l'offre d'achat par les actionnaires ne sont pas pris en compte dans cette analyse, notamment à cause de la multitude de situations différentes dans lesquelles peut se trouver chaque actionnaire.

Principes de valorisation

Afin d'évaluer l'adéquation du prix d'achat, Ernst & Young s'est basé sur les éléments suivants:

- ▶ Entretiens avec GRO concernant le calcul de la VAN ajustée après dividende et concernant les hypothèses reprises.
- ▶ Les informations suivantes telles que fournies par la Société:
 - calcul de la VAN non diluée de GRO au 10 juin 2008;
 - composition du portefeuille de GRO au 10 juin 2008;
 - rapport de valorisation de l'immeuble 16A au kilomètre 71 du Mkad, région de Moscou, Fédération de Russie du 18 janvier 2008;
 - rapport de valorisation du complexe de foires au kilomètre 47 du Mkad, bâtiment 20, région de Moscou, Fédération de Russie du 21 janvier 2008 ;
 - rapport de valorisation du terrain à Govorovo, dans la région de Leninsky, Moscou, Fédération de Russie du 21 janvier 2008;
 - rapport de valorisation de l'immeuble dans la Dmitrovskoe Shosse, 116 à Moscou, Fédération de Russie du 22 janvier 2008;
 - rapport de valorisation de l'immeuble dans la Yaroslavskoe Shosse, 54 à Moscou, Fédération de Russie du 22 janvier 2008;
 - évaluation de SarnatusTrading Company Limited du 31 décembre 2007;
 - « Fact Sheet » du fonds Golden Peak Active Value Ltd à fin mai 2008; et
 - « Fact Sheet » du fonds EMM African Emerging Market Fund au 31 mai 2008.
- ▶ Les données historiques des volumes et fréquences des échanges de l'action GRO et d'un groupe de sociétés similaires extraites de Bloomberg;
- ▶ Les données historiques des variations de cours et de la VAN non diluée de GRO et d'un groupe de sociétés similaires extraites de Bloomberg;
- ▶ Des informations publiques économiques et financières disponibles sur GRO et sur des sociétés similaires, issues de différentes sources comme par exemple :
 - les rapports d'entreprises 2006 et 2007 ainsi que les rapports trimestriels publiés; et
 - les informations sur les marchés des capitaux et les informations financières issues de Bloomberg, Mergermarket et Onesource.

Aperçu de Growth Value Opportunities SA

5. Composition du portefeuille
6. Calcul de la VAN
7. Autres considérations

Composition du portefeuille

Growth Value Opportunities a été fondée en 1994 sous le nom d'Eastern Natural Resources SA. La Société a ensuite élargi son activité centrée à l'origine sur les matières premières et a changé son nom en ENR Russia Invest SA (« ENR »). Elle focalisait alors ses investissements sur des entreprises en Russie, dans la Communauté des Etats Indépendants et dans les états baltes. Dans la seconde moitié de 2007, l'entreprise fut réorganisée. D'un côté, le nom de la société fut changé en Growth Value Opportunities SA et, de l'autre, les investissements sont devenus plus internationaux. Sur la base des données du rapport annuel, la société disposait d'un portefeuille d'investissement d'environ MCHF 468 au 31 décembre 2007,.

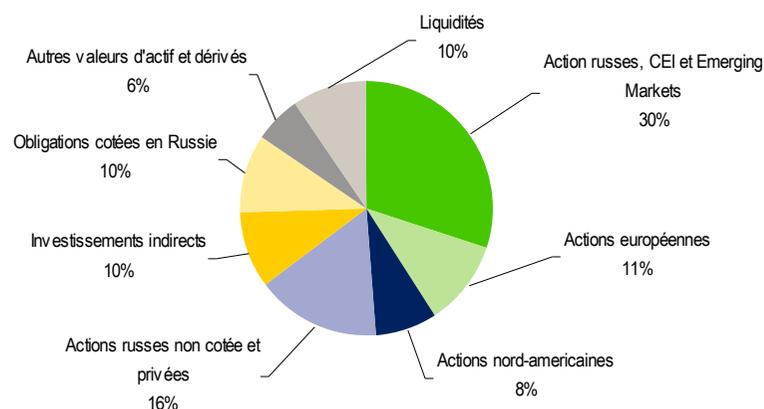
La valeur des actifs nets non ajustés par action au porteur de GRO s'élevait à CHF 291.10 au 31 décembre 2007. La capitalisation boursière de GRO s'élevait à la fin de l'année 2007 à environ MCHF 272.5 ou CHF 186 par action. Le discount qui en résulte est de 36.1%.

Basée sur les calculs de GRO, la valeur nette des actifs de la Société non diluée s'élève à CHF 249.08 par action au porteur au 10 juin 2008. Cela correspond à une réduction de la VAN de CHF 42.02 par action ou 14.4% par rapport à la valeur nette des actifs non diluée au 31 décembre 2007. Le cours de clôture au 10 juin 2008 a été de CHF 206 pour GRO, ce qui correspond à une hausse de CHF 20, ou 10.8% au cours de clôture annuelle de l'action. Le discount qui en résulte au 10 juin 2008 a été de 17.3%.

La composition de l'actif brut par classe d'actifs et par région au 10 juin 2008 est exposée dans le graphique suivant :

Composition de l'actif brut par classe d'actifs au 10 juin 2008

Source: Growth Value Opportunities



Calcul de la VAN

GRO est une société d'investissement fermée classique. Ces sociétés sont en général valorisées sur la base de la valeur nette de leurs actifs (VAN). Cette VAN correspond à la différence entre la totalité de l'actif et le passif. La VAN de GRO a été calculée sur une base journalière par Rhône-Audit Société Fiduciaire SA, un administrateur de fonds indépendant, filiale à 100% de Pictet & Cie Suisse en collaboration avec l'Investment Manager. Au 10 juin 2008, la VAN s'élevait à MCHF 438.5, soit CHF 249.08 par action. Par le calcul de Rhône-Audit Société Fiduciaire SA, chaque action faisant partie du portefeuille d'investissement est évaluée à la valeur de marché.

Ce processus de calcul journalier a été revu et correspond à la technique habituelle de calcul de la VAN dans ce secteur. En outre, Ernst & Young a réalisé son propre calcul sur la base des hypothèses suivantes:

- ▶ Les liquidités ont été reprises et n'ont pas été revues par l'administrateur de fonds.
- ▶ Pour la valorisation du portefeuille d'investissement au 10 juin 2008, la procédure suivante a été sélectionnée:
 - Les sociétés cotées en bourse ont été évaluées sur base du cours de clôture au 10 juin 2008. Lorsque le cours n'était pas disponible, le dernier prix payé sur les six dernières semaines a été retenu. Si celui-ci n'était pas disponible, le dernier prix offert (bid) a été retenu.
 - Les sociétés non cotées ont été évaluées sur la base du calcul de la VAN repris dans les calculs de Rhône-Société Fiduciaire SA et d'une analyse propre. Au 10 juin 2008, il s'agit de trois investissements. Le premier n'est pas significatif comparé au portefeuille total, nous avons donc repris la VAN calculée au coût d'acquisition. Il s'agit d'un investissement dans la société Zao Energoservisnaya Kompani, active dans le secteur de l'électricité en Russie. Le deuxième investissement non coté n'a pas une valeur significative non plus au regard du portefeuille total, a été évalué sur la base du dernier prix offert. Il s'agit de la société Sverdlovsk Energy, active dans le secteur de l'électricité en Russie. Le troisième investissement concerne Sarnatus Trading Limited Company (« Sarnatus »). Cette entreprise consiste en différents investissements immobiliers ainsi qu'une activité de retail. Pour cette dernière, les principes de valorisation de GRO ont été repris (trading multiple). Concernant la partie immobilière, Ernst & Young s'est basé sur un rapport d'expertise d'une partie tierce indépendante « Cushman & Wakefield ». Ces deux valorisations ont été remises en question de manière critique sur base de données publiques et accessibles (Gazprom Bank, Eastern Property Holdings). L'analyse précise de ces données ne montre aucune homogénéité pour les évaluations des actifs immobiliers et l'activité de retail. Au contraire, les informations supplémentaires indiquent une fourchette de valeurs. En conséquence, si l'on avait pris comme base du calcul de la VAN le haut de la fourchette, cela aurait produit un impact maximum sur la VAN par action calculée par EY et ajustée après dividende d'environ CHF 14. La VAN ajustée après dividende a été évaluée par Ernst & Young à CHF 242.01 au 10 juin 2008.

Calcul de la VAN

VAN non-ajustée par action au 10 juin 2008 selon EY

Calcul de la VAN	Valeur en CHF
Liquidités	14'286'299
Compte courant	142'688
Compte de placements bloqué	2'263'763
SICAV monétaire (Pictet)	28'714'717
Portefeuille d'investissements	428'955'636
Actions cotées	225'512'723
Actions non-cotées	80'110'919
Obligations cotées	75'627'784
Intérêts sur obligations	1'280'159
Options et fonds	46'424'050
Débiteurs	9'317
Autres actifs	(2'040'900)
Total du bilan	472'331'520
(-) Obligations convertibles	26'625'000]
(-) Dettes diverses	1'229'894
(-) Provisions quotidiennes	2'764'056
VAN non-ajustée	441'712'569
Actions enregistrées	1'610'615
Nouvelles actions	149'932
Actions flottantes	1'760'547
VAN par action (y compris les obligations convertibles)	250.90

Source: GRO et Ernst & Young

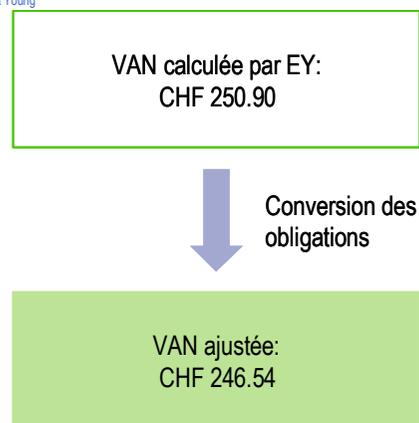
- Les fonds d'investissement sont représentés par la VAN fixée par leurs administrateurs et publiée par ces derniers à la fin de chaque mois. EY s'est basé sur cette VAN pour les fonds pour lesquels il n'y avait pas de prix disponible. Aucun discount n'a été pris en compte, comme par exemple les commissions de reprise. Si on devait en tenir compte la NAV de GRO s'en trouverait diminuée.
- Les obligations cotées en bourse ont été évaluées sur la base des cours de clôture au 10 juin 2008. Si aucun cours n'était disponible à cette date, les derniers prix payés durant les 6 dernières semaines ont été utilisés. Si aucun prix n'était disponible durant cette période, le dernier prix offert disponible a été retenu.
- GRO ne dispose pas d'action propre. Les emprunts sous forme d'obligations convertibles détenues par GRO n'ont aucune valeur du point de vue d'un actionnaire minoritaire. Pour cette raison, EY a retiré la valeur de ces investissements de la valorisation effectuée par Rhône-Audit Société Fiduciaire SA.
- ▶ Les débiteurs non significatifs par rapport à la valeur du portefeuille dans son ensemble n'ont pas été analysés durant les travaux de Rhône-Audit Société Fiduciaire SA.
- ▶ Les contrats à terme de couverture (Forward à 3 mois) ont été évalués sur base de leur cours du 10 juin 2008. Etant donné les échéances courtes de ces contrats, aucune actualisation n'a été prise en compte.
- ▶ La valeur nominale ouverte des emprunts sous forme d'obligations convertibles existants se définit comme la valeur nominale de MCHF 50 au moment de l'émission déduction faite de la valeur nominale des actions converties au 10 juin 2008. Cette valeur nominale a été reprise par l'administrateur de fonds.
- ▶ D'autres dettes non significatives en comparaison de la VAN non diluée sont reprises sans vérification de l'administrateur de fonds.

Sur la base de ces hypothèses, Ernst & Young a évalué la VAN non diluée de GRO à MCHF 441.7, soit CHF 250.90 par action au 10 juin 2008.

Autres considérations

Impact des obligations convertibles sur la VAN

Source: Ernst & Young



Obligations convertibles

Le 23 novembre 2005, ENR Finance Ltd (dénommée Growth Value Finance Ltd depuis novembre 2007), une filiale de GRO basée aux îles Cayman, a émis un volume de MCHF 50 d'obligations convertibles avec un taux d'intérêt annuel de 3 ³/₄%. Ces obligations ont une durée de vie de 5 ans. La valeur nominale de chaque obligation est de CHF 5'000 et chacune peut être convertie en 32.0718 actions au porteur de GRO à tout moment. L'obligation comporte en outre une option Call qui permet à la société de racheter l'obligation à sa valeur nominale, pour autant que le cours de clôture de l'action GRO soit depuis au moins 20 jours 130% au-dessus du prix de conversion applicable de CHF 155.90. Le prix d'exercice de l'option d'achat est par conséquent de CHF 202.67. L'action de GRO a été évaluée à CHF 206 au cours de clôture du 10 juin 2008.

La conversion des obligations convertibles en actions au porteur de GRO a été prise en compte dans l'évaluation par EY de l'offre d'achat de Paramount. En effet GRO a exercé son droit de rachat anticipé et l'exercice de ce droit est avantageux pour les porteurs d'obligations. La conversion d'obligation en action a pour conséquence l'émission de nouvelles actions, ce qui a pour effet une dilution du capital de GRO. Les hypothèses suivantes ont été retenues concernant la conversion d'obligations convertibles:

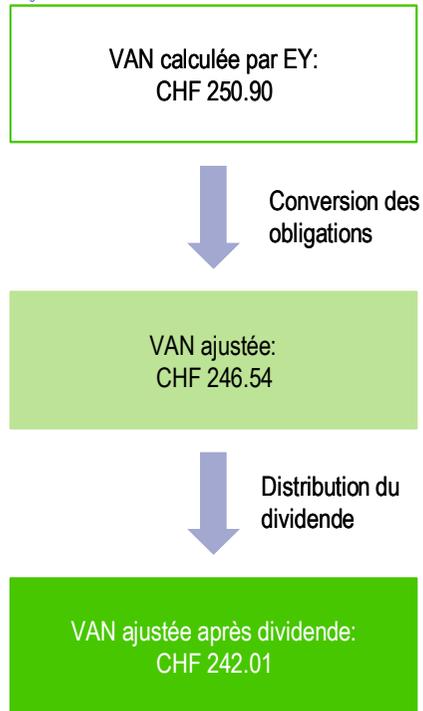
- ▶ Le nombre d'emprunts encore à convertir est de 614 au 10 juin 2008. La valeur nominale résultante des obligations est de MCHF 3.07. Leur conversion impliquerait l'émission de 19'692 actions supplémentaires, avec une valeur nominale de CHF 5'000 par obligation et un taux de conversion de 32.0718 actions pour une valeur nominale de CHF 5'000.
- ▶ Le nombre total d'actions émises, s'élève à 1'760'547 titres avant conversion des obligations restantes encore en mains tierces. Après conversion des obligations restantes encore en mains tierces, ce nombre s'élèverait à 1'780'239.

Sur la base de l'émission de nouvelles actions au travers de la conversion des obligations convertibles restantes en mains tierces et de la liquidation des obligations convertibles détenues par GRO, la VAN non ajustée par action émise serait réduite de CHF 250.90 à CHF 246.54.

Autres considérations

Impact de l'émission du dividende sur la VAN

Source: Ernst & Young



Paiement de dividende

GRO prévoit par ailleurs la distribution d'un dividende en cash de MCHF 8.05 au 24 juin 2008 (date ex-dividende). Ce dividende se monte donc à CHF 4.52 par action au porteur (1'780'239 titres après conversion des obligations en mains tierces).

Il faut par conséquent diminuer la VAN ajustée de ce montant de MCHF 8.05. Nous considérons inutile de prendre en compte un effet d'actualisation étant donné le délai d'environ une semaine entre les dates d'évaluation et de paiement du dividende. On a donc renoncé à tenir compte de l'effet d'actualisation. La VAN ajustée par action passe par conséquent de CHF 246.54 à CHF 242.01 au 10 juin 2008.

Comparaison de discounts VAN spécifiques au secteur

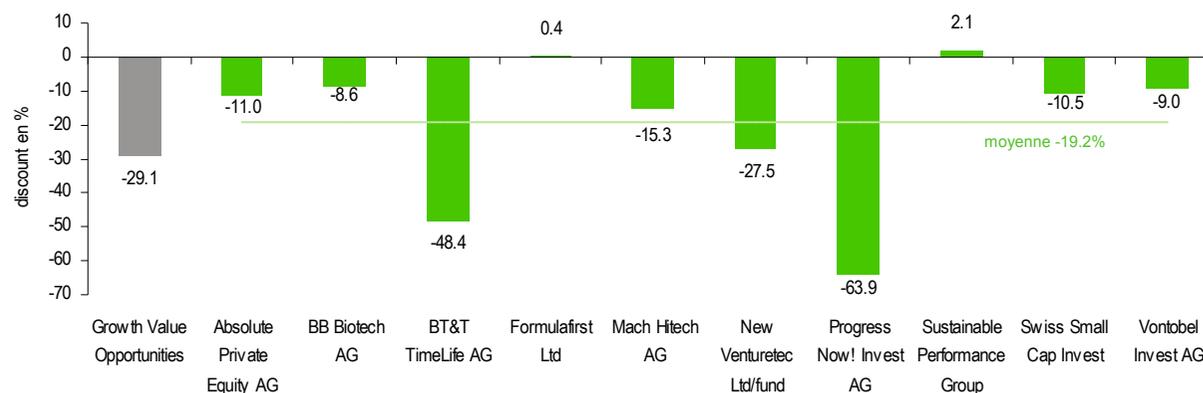
8. Sociétés cotées comparables
9. Transactions comparables

Sociétés cotées comparables

Le tableau suivant indique, pour plusieurs sociétés d'investissement fermées et cotées au marché SWX, les discounts appliqués sur le cours de leur titre par rapport à leur VAN. Ces discounts sont basés sur une moyenne des 12 derniers mois précédant l'annonce de l'offre faite par Paramount au 6 juin 2008. La VAN de ces entreprises comparables a été repris sans effectuer d'ajustements.

Comparaison de la moyenne durant les 12 derniers mois des discounts appliqués sur des sociétés comparables cotées au SWX

Source: Ernst & Young, Bloomberg LP



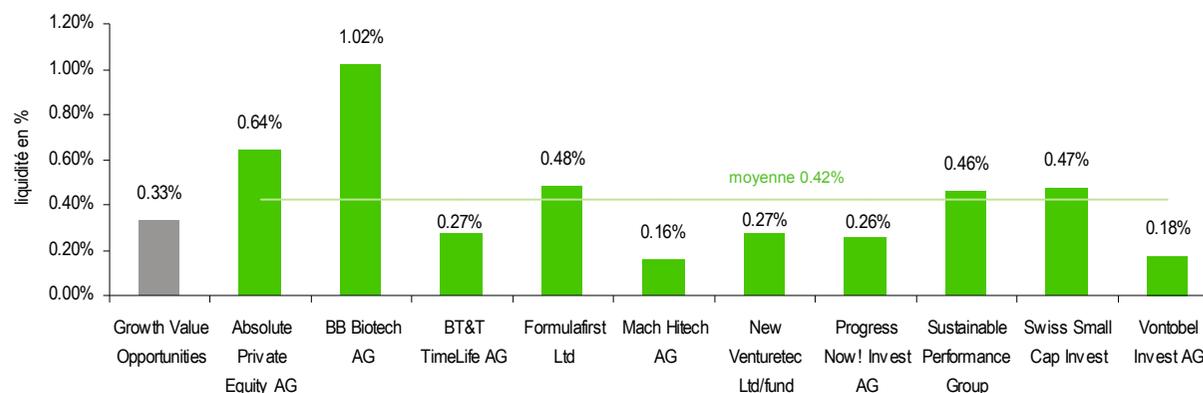
La moyenne des discounts appliqués sur les sociétés d'investissement fermées comparables est de 19.2%. Le discount sur l'action au porteur GRO calculé par Ernst & Young dans le cadre de l'offre d'achat sur base de la VAN ajustée après dividende au 10 juin 2008 a été évalué à 14.9% et est dès lors inférieur à la moyenne du marché.

Sociétés cotées comparables

Le tableau suivant met en évidence la liquidité des titres de sociétés d'investissement fermées comparables. La fixation du prix à marché efficient est effectuée en fonction de l'offre et de la demande et est ainsi influencée de façon permanente par les volumes de transactions sur le marché. Le graphique indique les volumes de transactions hebdomadaires moyens en proportion du nombre d'actions restantes durant les 12 derniers mois précédant l'annonce de l'offre de Paramount au 6 juin 2008. Une plus grande liquidité d'un titre induit un plus grand pourcentage.

Analyse de la liquidité des titres de sociétés comparables cotées au SWX (cours de clôture du 5 juin 2008)

Source: Ernst & Young, Bloomberg LP, comptes annuels



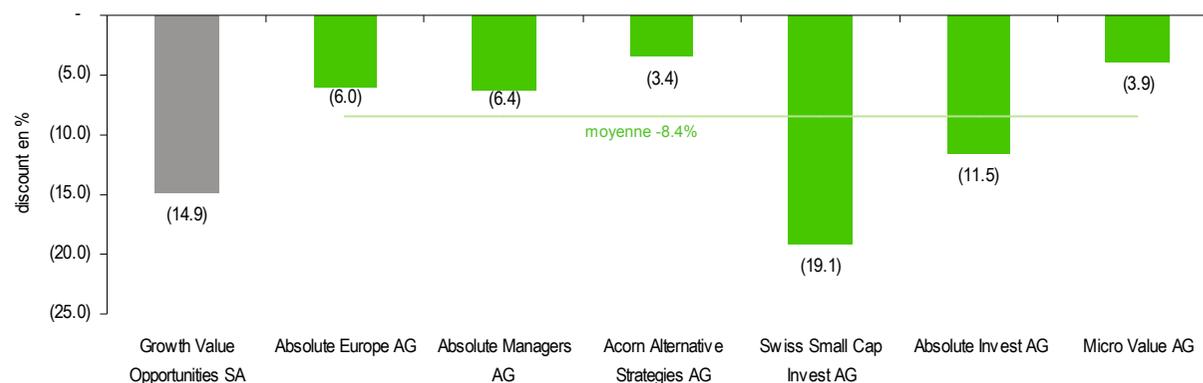
La liquidité moyenne des titres des sociétés comparables est de 0.42%. La liquidité de l'action de GRO est de 0.33%, ce qui est inférieur à la moyenne du marché. Toutefois, il s'agit de souligner à nouveau que le cours de l'action GRO est passé de CHF 186 au 28 décembre 2007 à CHF 206 au 10 juin 2008. Ceci correspond à une augmentation de CHF 20, soit 10.8%. Depuis janvier 2008, la Hansa SA était principalement acheteur sur le marché. On constate sur la base de cette analyse, que l'offre d'achat soumise aux actionnaires de GRO représente une opportunité intéressante de liquider ces actions de manière efficiente avec un discount conforme au marché.

Transactions comparables

Le graphique suivant indique des discounts appliqués dans le cadre de transactions comparables à l'offre d'achat envisagée. Ces derniers s'établissent entre 3.4% et 19.1% de la VAN non diluée. Avec un discount de 14.9% sur la VAN ajustée après dividende, l'offre d'achat de Paramount Finanz AG se situe au dessus de la moyenne des transactions comparables s'établissant à 8.4%.

Comparaison des discounts appliqués sur des transactions similaires avant l'annonce (prix offert à la VAN)

Source: Ernst & Young, prospectus d'offre et Bloomberg LP

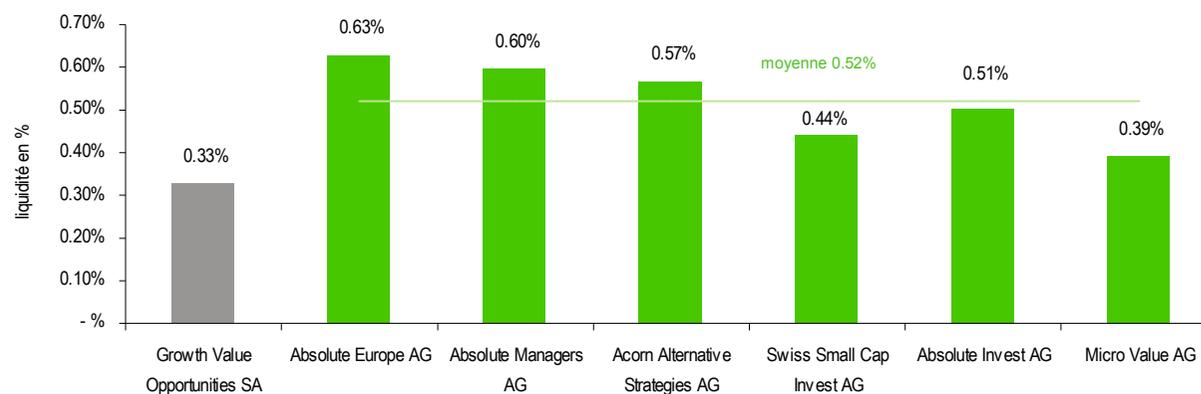


La liquidité du titre d'entreprises comparables ciblées dans ces transactions durant les 12 mois précédant l'annonce des offres d'achat ou de reprise était néanmoins plus élevée que celle observée dans le cas de l'offre d'achat de Paramount Finanz AG pour les actions émises de GRO. Ceci est illustré au travers du graphique suivant qui indique la moyenne des volumes de transactions hebdomadaires en proportion du nombre d'actions émises sur une période de 12 mois avant l'annonce de l'offre d'achat considérée.

Transactions comparables

Analyse de la liquidité du titre de sociétés comparables (Moyenne sur 12 mois avant l'offre d'achat)

Source: Ernst & Young, prospectus d'offre, Mergermarket, Bloomberg LP et comptes annuels

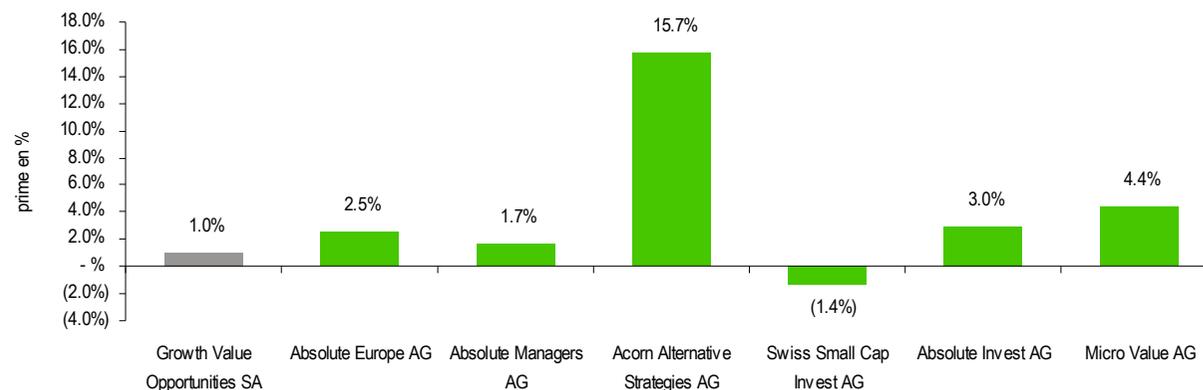


Par ailleurs, malgré la liquidité plus faible de l'action de GRO, l'offre d'achat de Paramount de CHF 206 par action contient une prime de 1.0% par rapport au cours de CHF 204 au 5 juin 2008, malgré une liquidité inférieure à la moyenne. En termes de transactions comparables, nous observons un intervalle de prime allant de moins 1.4% à plus 15.7%. Cependant, il est à nouveau rappelé dans ce contexte que le cours de l'action GRO est monté de CHF 186 au 28 décembre 2007 à CHF 206 (+10.8%) au 10 juin 2008. Depuis janvier 2008, la Hansa SA était principalement acheteur sur le marché.

Transactions comparables

Primes offertes, respectivement discount appliqué sur le cours du jour de clôture précédent l'annonce de l'offre d'achat pour des transactions comparables

Source: Ernst & Young, prospectus d'offre, Mergermarket



L'offre faite par Sarabet AG aux actionnaires d'Acorn Alternative Strategies AG avec une prime de 15.7% ainsi que l'offre de Vontobel Holding AG aux actionnaires de Micro Value AG avec une prime de 4.4% étaient les deux des offres d'échange. Dans toutes les autres transactions comparables, il s'agissait d'offres de cash, à l'instar de l'offre d'achat des parts restantes soumise par Paramount aux actionnaires minoritaires de GRO.

Il apparaît ainsi justifié qu'un discount sur la VAN ajustée après dividende supérieur à la moyenne soit appliqué pour les actions de GRO en tenant compte de la liquidité des titres et des primes versées lors des transactions comparables prises en considération.

Comparaison d'alternatives du point de vue des actionnaires de GRO

10. Vente des actions en bourse pendant la période de l'offre
11. Liquidation de l'entreprise et paiement du résultat de liquidation
12. Refus de l'offre dans l'espoir d'un discount moins élevé
13. Synthèse des alternatives

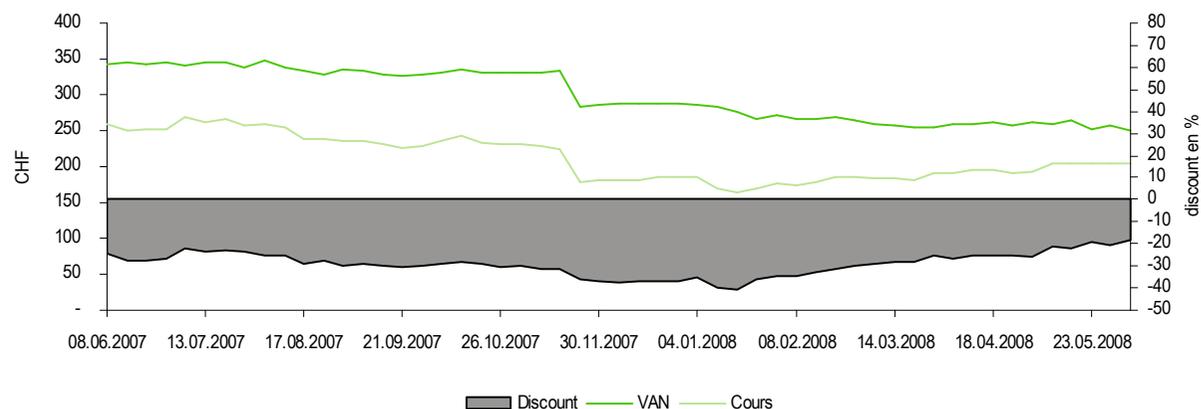
Comparaison d'alternatives

Vente des actions à la bourse pendant la période de l'offre

Dans le cadre de l'offre considérée, l'actionnaire est libre d'écouler directement ses actions aux travers de la bourse. La possibilité existe donc d'un point de vue théorique qu'il obtienne un prix plus élevé que celui proposé dans la présente offre. Il est cependant incertain qu'un prix plus attractif pour les actionnaires minoritaires puisse être atteint à la bourse durant la période de l'offre. Sur la base de l'évolution des cours boursiers à la VAN non ajustée reportée dans le graphique ci-dessous, certaines constatations par rapport au prix peuvent être faites. Tel qu'indiqué dans le graphique suivant, les discounts appliqués durant les 12 derniers mois ont essentiellement été supérieurs à de celui prévu par l'offre considérée. Sur la base de l'évolution historique de ces discounts, on ne peut pas conclure qu'un prix plus avantageux puisse être atteint sur le marché boursier.

Evolution historique des discounts sur l'action GRO par rapport à la VAN

Source: Ernst & Young, Bloomberg LP



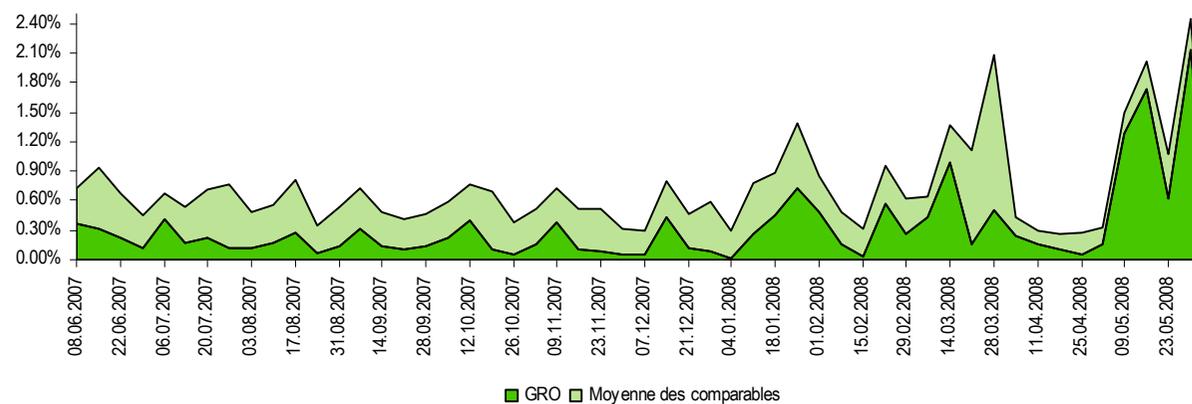
En considérant la fréquence et les volumes de transactions de l'action, il faut considérer que le marché comme non liquide. Dès lors, il doit être pris en compte que l'offre soumise de l'actionnaire majoritaire procure l'assurance de céder l'entièreté des actions à un prix certain. Cette certitude n'est plus valable dans le cas d'une vente à la bourse. La vente de grosses positions sur le marché boursier peut être problématique au vu des volumes de transaction limités.

Comparaison d'alternatives

Le graphique ci-dessous présente la liquidité de l'action GRO durant les 12 derniers mois en comparaison de la moyenne observée pour les sociétés d'investissement comparables cotées à la SWX.

Volumes d'échanges hebdomadaires historiques en pourcentage de l'ensemble des actions flottantes

Source: Ernst & Young, Bloomberg LP



Comparaison d'alternatives

Liquidation de l'entreprise et paiement du résultat de liquidation

Dans le cadre d'une éventuelle liquidation de GRO, tous les actifs de l'entreprise devraient être liquidés. Les liquidités disponibles après paiements de toutes les dettes (comprenant également les impôts sur les gains en capital payables dans le cadre de la cession d'actifs) sont alors distribuées aux actionnaires. Les considérations fiscales d'une liquidation relèvent donc d'une grande importance.

La cession des actifs peut avoir des implications fiscales pour GRO à divers niveaux, et ainsi diminuer le résultat de la liquidation. Le dividende de liquidation (différence positive entre l'excédent de liquidation et la valeur nominale) est en outre soumis à l'impôt anticipé suisse de 35.0%. Selon le lieu de résidence de l'actionnaire, cet impôt est totalement, partiellement ou pas du tout récupérable. Par ailleurs, selon la situation individuelle et le domicile fiscal du bénéficiaire, ce dividende de liquidation peut représenter un résultat partiellement ou entièrement taxable.

Les implications fiscales doivent donc être considérées individuellement par chaque actionnaire en tenant compte de sa propre situation. De manière générale, il est cependant établi que l'absence de restitution ou la restitution partielle de l'impôt anticipé peut avoir un impact principalement pour les actionnaires ne résidant pas en Suisse et qu'une liquidation retire la possibilité aux actionnaires privés résidant en Suisse d'obtenir un gain en capital exonéré d'impôts par la cession de leurs actions.

En plus des considérations fiscales, il faut également prendre en considération les coûts additionnels résultant de la résiliation et modification de contrats de conseils, dépôt ou gestion ainsi que les frais d'avocats et de réviseurs. Ces coûts auraient des répercussions négatives sur la VAN du Portfolio.

Selon le droit suisse, une liquidation d'entreprise nécessite l'approbation de l'assemblée générale par majorité qualifiée. Paramount détient au 10 juin 2008 une majorité qualifiée de GRO et peut donc approuver ou empêcher la liquidation de la société. Comme indiqué ci-dessus, une telle liquidation aurait pour conséquence la taxation de l'excédent de liquidation, ce qui pourrait avoir des répercussions négatives pour les actionnaires minoritaires.

En plus des risques liés à l'exécution de la transaction, il faut également tenir compte de la longueur de la procédure de liquidation reportant ainsi le versement de l'excédent de liquidation. Selon les circonstances, ce délai peut se monter à plusieurs mois, voire une année.

Comparaison d'alternatives

Refus de l'offre d'achat dans l'espoir d'une diminution du discount

Le refus de l'offre et la conservation des titres constituent une alternative supplémentaire. Cette voie est attractive si l'on part de l'hypothèse que le discount s'en trouvera significativement modifié. Au travers de cette Fairness Opinion, il a été établi que les actions de GRO sont relativement peu liquides. La conservation des actions durant la période de l'offre considérée aurait pour conséquence d'augmenter le caractère non liquide des actions du point de vue d'un actionnaire public, puisqu'il faut s'attendre à ce que certains actionnaires acceptent l'offre soumise. Après l'échéance de l'offre, on peut dès lors conclure que les volumes de transactions du titre ainsi que leur fréquence seront encore plus réduits. Une réduction du discount est donc peu probable.

Il faut par ailleurs prendre en considération la possibilité de procéder à un squeeze-out selon le droit boursier, en vertu duquel un actionnaire majoritaire détenant au moins 98% des titres peut contraindre les actionnaires minoritaires restants à accepter une offre d'achat.

En cela, nous référons au paragraphe E.3 de «Intentions de Paramount concernant GRO » de l'offre publique d'achat de Paramount.

Comparaison d'alternatives

Synthèse des alternatives

Sur base des historiques des discounts et de la liquidité du titre, l'offre envisagée peut être considérée comme une alternative de sortie attractive. D'un point de vue fiscal, sans tenir compte du risque transactionnel, l'offre d'achat est jugée plus avantageuse qu'une de liquidation pour (i) les actionnaires privés suisses grâce à la possibilité de réaliser un gain en capital à priori exonéré d'impôt; et pour (ii) les actionnaires étrangers car une liquidation les expose au risque d'un impôt anticipé non récupérable.

L'ensemble des actionnaires doit cependant analyser ou faire analyser leur situation fiscale en fonction des différents scénarios et des lois fiscales applicables dans leur pays de résidence.

Conclusion de la Fairness Opinion

14. Appréciation globale

Appréciation globale

Après analyse détaillée des informations et des documents mis à notre disposition par GRO ainsi que notre évaluation et nos analyses exécutées de manière autonome, Ernst & Young est arrivé à la conclusion suivante:

- ▶ Pour le calcul de la VAN ajustée de GRO au 10 juin 2008, il faut prendre en compte la conversion prévue des obligations convertibles, l'augmentation du nombre d'actions au porteur émises qui en résulte, ainsi la distribution attendue d'un dividende.
- ▶ L'abattement de 14.9% sur la VAN ajustée après dividende, se situe au dessus de la moyenne de 8.4% qui a été établie en comparaison avec des transactions similaires.
- ▶ Au 10 juin 2008, le prix offert de CHF 206 représente un abattement de 14.9% par rapport à la VAN ajustée après dividende. La moyenne des discounts appliqués sur les sociétés d'investissement fermées comparables est de 19.2%. La liquidité moyenne des titres des sociétés comparables est de 0.42%. La liquidité de l'action de GRO est de 0.33%, ce qui est inférieur à la moyenne du marché. Sur la base de ces analyses, on constate que l'abattement par rapport à la nouvelle VAN ajustée après dividende doit être considéré comme conforme au marché en prenant en compte des sociétés d'investissement similaires cotées à la SWX. L'offre d'achat soumise aux actionnaires de GRO représente une alternative positive de liquider ces actions de manière efficiente avec un discount conforme au marché.
- ▶ L'offre d'achat de Paramount de CHF 206 correspond à une prime de 1% au dessus du cours de clôture de CHF 204 au 5 juin 2008, malgré une liquidité de l'action GRO inférieure à la moyenne. Des transactions comparables font apparaître une fourchette de primes allant de moins 1.4% à plus 15.7%. On notera dans ce contexte que le cours de l'action GRO est déjà monté d'environ 11%. Depuis janvier 2008, Hansa SA était principalement acheteur sur le marché.
- ▶ Les alternatives précitées à l'acceptation de l'offre n'apparaissent pas avantageuses du point de vue des actionnaires minoritaires de GRO.
- ▶ D'un point de vue fiscal, il apparaît que l'offre est avantageuse en comparaison d'un scénario de liquidation, sans prendre en compte les risques liés à la transaction. L'ensemble des actionnaires devrait cependant analyser ou faire analyser leur situation fiscale en fonction des différents scénarios et des lois fiscales applicables dans leur pays de résidence.

Appréciation globale

Sur la base de ces éléments, Ernst & Young considère que l'offre d'achat de Paramount Finanz AG est appropriée d'un point de vue financier et juste par rapport au marché. Cette opinion repose en particulier sur l'analyse d'entreprises et de transactions avec une compensation cash comparables.

Meilleures salutations

Ernst & Young AG



Louis Siegrist
Partner



Jürg Stucker
Senior Manager