

MicroValue AG

**Fairness Opinion zuhanden des
Verwaltungsrates der MicroValue AG**

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des
Umtauschangebots von Vontobel Holding AG, Zürich
für sämtliche nicht bereits von Vontobel Holding AG,
Zürich gehaltenen Inhaberaktien von MicroValue AG,
Zürich, in Anteile des neu gegründeten und in
Luxemburg zugelassenen Variopartner SICAV - MIV
Global Medtech Fund (Klasse P1)

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung	6
1.1	Ausgangslage	6
1.2	Auftrag des Verwaltungsrates der MicroValue an KPMG	6
2	Unternehmensprofil der MicroValue AG	8
2.1	Investitionspolitik	8
2.2	Jahresabschluss per 31. Dezember 2006 und Halbjahresabschluss per 30. Juni 2007	9
2.3	Veränderung des Aktienkapitals	9
3	Transaktionsstruktur	10
3.1	Beschluss des Verwaltungsrats	10
3.2	Transaktionsablauf	10
3.2.1	Öffentliches Umtauschangebot	11
3.2.2	Errichtung eines Anlagefonds	11
3.2.3	Transaktionsvereinbarung zwischen Vontobel und MicroValue	12
3.2.4	Übertragung der Aktiven	13
3.2.5	Steueraspekt	13
3.2.6	Zielstruktur nach Vollzug der Transaktion	13
4	Analyse des öffentlichen Umtauschangebots	15
4.1	Bewertung der MicroValue	15
4.2	Bewertung der zum Tausch angebotenen Fondsanteile	15
4.3	Beurteilung des Abschlags	15
4.4	Auswahl der Vergleichsunternehmen	16
4.5	Discountanalyse	16
4.6	Liquiditätsanalyse	17
4.7	Analyse von historischen Transaktionen	18
4.8	Steuerfolgen	18
4.9	Veräusserungskosten	18
4.10	Einflussfaktoren auf Abschlag	19
5	Alternativen für die Aktionäre	20
5.1	Aktienverkauf über die Börse	20
5.2	Liquidation	21

6	Weitere Betrachtungspunkte	22
6.1	Einflussfaktoren auf den Net Asset Value	22
6.1.1	Kursschwankungen	22
6.1.2	Anlagepolitik	23
6.1.3	Risiko des Umbrella Fonds	23
6.2	Verwaltungskosten	23
7	Schlussfolgerung der Fairness Opinion	24

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Marktaufteilung der Beteiligungen von MicroValue	8
Abbildung 2: Rechtliche Struktur vor der Transaktion	10
Abbildung 3: Rechtliche Struktur während der Transaktion.....	11
Abbildung 4: Rechtliche Struktur nach der Transaktion.....	14
Abbildung 5: Discounts der Vergleichsunternehmen	16
Abbildung 6: Liquidität der Vergleichsunternehmen.....	17
Abbildung 7: Vergleichstransaktionen.....	18
Abbildung 8: Aktienkurs und NAV von MicroValue (1.12.2004 – 7.1.2008)	20

Definitionen und Abkürzungen

1/2

Abschlag	Prozentuale Differenz zwischen Angebotspreis und Net Asset Value per Stichtag
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
BEHV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommision über die Börsen und den Effektenhandel
Discount/Prämie	Prozentuale Differenz zwischen Aktienkurs und Net Asset Value an einem gegebenen Tag
Fonds	Anlagefonds nach luxemburgischen Recht: Variopartner SICAV - MIV Global Medtech Fund
IFRS	International Financial Reporting Standards
KPMG	KPMG AG, Abteilung Corporate Finance
Liquidität	Durchschnitt des Verhältnisses zwischen dem wöchentlichen gehandelten Aktienvolumen zum Total der ausstehenden Aktien
MicroValue	MicroValue AG
NAV	Net Asset Value: Nettovermögen geteilt durch die Anzahl Aktien oder Fondsanteile, welche sich im Umlauf befinden
Opting Out	Durch Statutenbestimmung kann der für die Auslösung der Angebotspflicht massgebliche Grenzwert gänzlich wegbedungen werden
Opting Up	Durch Statutenbestimmung kann der für die Auslösung der Angebotspflicht massgebliche Grenzwert auf maximal 49 % erhöht werden
OR	Obligationenrecht
Publikumsaktien	Aktien total abzüglich der eigenen Inhaberaktien
SICAV	Société d'investissement à capital variable (Investmentgesellschaft mit veränderlichem Kapital im Sinne des Teil I (Organismen für gemeinsame Anlage in Wertpapieren) des luxemburgischen Gesetzes vom 20. Dezember 2002)
Stichtag	Datum, an welchem der NAV für das Umtauschangebot ermittelt wird und Referenzdatum für die Berechnung der Passiven (inkl. Eventualverbindlichkeiten, Rückstellungen). Dritttletzter Börsentag vor dem Vollzugstag
SWX	SWX Swiss Exchange
UEK	Übernahmekommission
UEV-UEK	Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote

Definitionen und Abkürzungen

2/2

Umtauschangebot	Freiwilliges Umtauschangebot von Vontobel für sämtliche nicht bereits von Vontobel gehaltenen Inhaberaktien von MicroValue
Vollzugstag	Datum an welchem die Übertragung der MicroValue Aktien, die Einzahlung des NAV (nach Abschlag) in Fonds durch Vontobel, das Umtauschangebot sowie der Kauf aller Aktiven (abzüglich Abschlag) vollzogen wird
Vontobel	Vontobel Holding AG

1 Einführung

1.1 Ausgangslage

Die MicroValue AG ("MicroValue") mit Sitz in Zürich, Schweiz, ist eine Beteiligungsgesellschaft, welche seit dem 4. März 1998 an der SWX Swiss Exchange ("SWX") in der Kategorie Investmentgesellschaften kotiert ist. Sie untersteht dem schweizerischen Recht. Das Aktienkapital besteht per Ende November aus 619'650 Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 200. Das Aktienkapital der MicroValue beträgt CHF 123'930'000.

Die Statuten der Gesellschaft beinhalten weder eine Opting Out- noch eine Opting Up-Klausel.

Der Anlagefokus liegt auf kotierten amerikanischen und europäischen Gesellschaften im Bereich der Medizintechnik.

Die Vontobel Holding AG ("Vontobel") ist eine an der SWX kotierte Aktiengesellschaft mit Hauptsitz in Zürich, Schweiz. Schwergewichtig betreibt die Vontobel-Gruppe die folgenden Geschäftsfelder: Private Banking, Investment Banking, Asset Management und Investment Funds.

Mit Voranmeldung, welche am 10. Januar 2008 veröffentlicht werden soll, kündigt Vontobel ein öffentliches Umtauschangebot gemäss Art. 2 BEHG für sämtliche sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der MicroValue an. Da durch den Erwerb der Inhaberaktien die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots ausgelöst wird, unterliegt das Umtauschangebot den Bestimmungen über Pflichtangebote gemäss Art. 10 Abs. 5 UEV-UEK, Art. 32 Abs. 4 BEHG und Art. 37-43 BEHV-EBK.

1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der MicroValue an KPMG

Der Verwaltungsrat von MicroValue hat die KPMG AG, Abteilung Corporate Finance ("KPMG"), mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt, welche die finanzielle Angemessenheit des öffentlichen Umtauschangebots für sämtliche sich im Publikum befindlichen Inhaberaktien der MicroValue beurteilt. Die Fairness Opinion darf im Rahmen des öffentlichen Umtauschangebotes als Ganzes öffentlich publiziert werden, interessierten Parteien überreicht sowie im Angebotsprospekt darauf verwiesen werden.

Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Umtauschangebot anzunehmen oder abzulehnen. Des Weiteren enthält es keine Beurteilung der folgenden Punkte:

- Abgeltungsmodalitäten und Bedingungen des Pflichtangebotes
- Auswirkungen, welche der Entscheid einer Annahme oder Ablehnung für die Aktionäre ergeben kann
- Zukünftiger Wert einer MicroValue Aktie und Preis, zu welchem während der Angebots- und Nachfrist nicht angesiedelte MicroValue Aktien gehandelt werden
- Rechtliche Beurteilung der Transaktionsstruktur

KPMG hat im Rahmen dieser Fairness Opinion weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat KPMG die Richtigkeit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer von ihr verwendeter Informationen betreffend MicroValue vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne die Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen.

KPMG stützt sich des Weiteren auf die schriftliche Zusicherung des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung der MicroValue, dass sie sich keiner Tatsachen und Umstände bewusst sind, wodurch die zur Verfügung gestellten Informationen unvollständig, unrichtig oder irreführend wären.

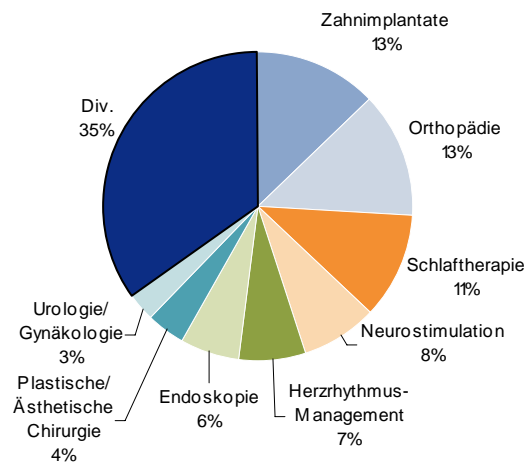
Die Fairness Opinion wurde zusätzlich in die französische Sprache übersetzt, wobei die deutsche Version bei allfälligen Unstimmigkeiten das relevante Originaldokument darstellt.

2 Unternehmensprofil der MicroValue AG

2.1 Investitionspolitik

Die Beteiligungsgesellschaft MicroValue ist eine schweizerische Investmentgesellschaft mit Hauptsitz in Zürich. Die 619'650 Inhaberaktien mit einem Nennwert von CHF 200 sind an der SWX kotiert. Die Investitionen werden hauptsächlich in Wachstumsgesellschaften im Bereich der Medizintechnik getätigt, wobei der geografische Fokus in den USA und Europa liegt. MicroValue stuft den Bereich der Medizintechnik aufgrund der demografischen Trends und dem Wunsch nach Lebensqualität und Mobilität als langfristigen Wachstumsmarkt ein. Es sind auch Beteiligungen an Gesellschaften zulässig, welche nicht kotiert sind. Per Ende November 2007 werden an 15 börsenkotierten Gesellschaften Anteile gehalten, deren Marktaufteilung aus folgender Abbildung ersichtlich ist:

Abbildung 1: Marktaufteilung der Beteiligungen von MicroValue



Quelle: Monatsbericht MicroValue November 2007 (www.microvalue.ch)

2.2 Jahresabschluss per 31. Dezember 2006 und Halbjahresabschluss per 30. Juni 2007

Der letzte geprüfte Abschluss wurde für das am 31. Dezember 2006 abgeschlossene Geschäftsjahr publiziert. Er wurde sowohl nach IFRS als auch nach OR erstellt. Im ersten Semester 2007 konnte ein Gewinn von CHF 22.9 Millionen erzielt werden.

Die Bilanzsumme (IFRS) betrug per Ende Juni 2007 rund CHF 412 Millionen. Das ausschliesslich kurzfristige Fremdkapital wurde zu diesem Zeitpunkt zu CHF 2.3 Millionen bilanziert. Der Net Asset Value ("NAV") der MicroValue betrug am 8. Januar 2008 CHF 732 pro Aktie, wobei der Aktienkurs bei CHF 674 lag. Dies entspricht einem Discount von 7.9 %. ¹

2.3 Veränderung des Aktienkapitals

Am 23. Oktober 2007 vernichtete MicroValue 68'850 eigene Aktien, welche im Rahmen ihres zweiten Aktienrückkaufprogramms in der Zeit vom 30. Januar 2007 bis zum 19. Juli 2007 erworben wurden. Der Bestand an eigenen Aktien beläuft sich per 9. Januar 2008 auf 57'652.

Am 15. August 2007 wurde ein drittes Aktienrückkaufprogramm über eine zweite Handelslinie eröffnet, unter welchem maximal 61'965 Inhaberaktien zurückgekauft werden können. Dies entspricht 10 % des gesamten Aktienkapitals per 15. August 2007. Es besteht jedoch aktuell nicht die Absicht, Aktien über diese Handelslinie zurückzukaufen. Bis zum 9. Januar 2008 wurden noch keine Aktien zurückgekauft.

¹ Quelle: www.microvalue.ch

3 Transaktionsstruktur

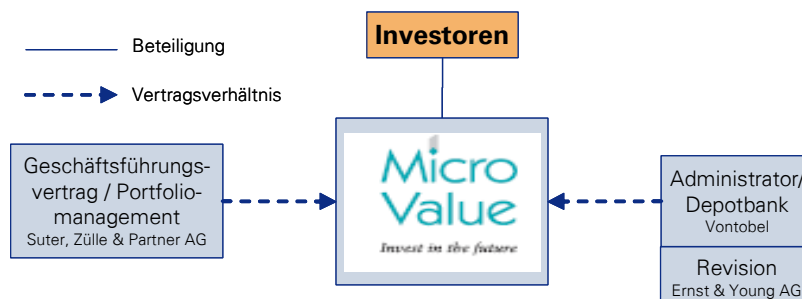
3.1 Beschluss des Verwaltungsrats

Gemäss Medienmitteilung vom 24. August 2007 ist der unter dem NAV liegende Börsenwert der MicroValue der Hauptgrund, dass der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung sich entschlossen haben, die Umwandlung in einen Anlagefonds zu prüfen. Der durchschnittliche Discount betrug während der letzten 12 Monate vor der Medienmitteilung vom 24. August 2007 11.7 % und der letzte Discount vor jener Bekanntgabe lag bei 10.6 %. ² Der Discount auf den NAV sowie die wenig flexible Rechtsform der Beteiligungsgesellschaft stellen angabegemäss für MicroValue einen Wettbewerbsnachteil im Vergleich zu einem Investmentfonds dar.

3.2 Transaktionsablauf

Die folgende Abbildung soll die rechtliche Struktur der MicroValue vor der geplanten Transaktion verdeutlichen:

Abbildung 2: Rechtliche Struktur vor der Transaktion

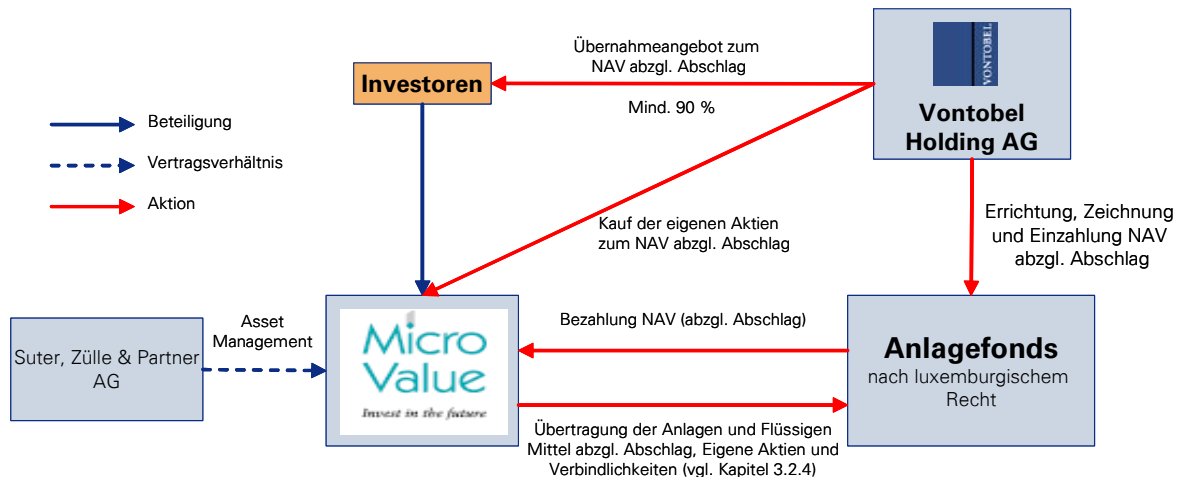


Quelle: Vontobel

Die Aktionäre können durch Annahme des öffentlichen Umtauschangebots die von ihnen gehaltenen Inhaberaktien gegen Fondsanteile eintauschen. Im Folgenden werden die einzelnen Transaktionsschritte und der Mechanismus erklärt (vgl. auch folgende Grafik).

² Quelle: Bloomberg

Abbildung 3: Rechtliche Struktur während der Transaktion



Quelle: Vontobel

3.2.1 Öffentliches Umtauschangebot

Vontobel richtet ein freiwilliges öffentliches Umtauschangebot an sämtliche Aktionäre, welche Inhaberaktien der MicroValue halten. Das Angebot untersteht der Bedingung, dass bis zum Ablauf der Angebotsfrist mindestens 90 % aller am Ende der Angebotsfrist ausgegebenen MicroValue-Aktien angedient worden sind. Als Gegenwert erhalten die andienenden Aktionäre einen Fondsanteil pro Aktie. Die Berechnung des Umtauschverhältnisses orientiert sich am NAV per Stichtag abzüglich des von Vontobel definierten Abschlags von 3.9 %. Für eine Aktie erhält der Aktionär einen Anteil am Fonds, wobei der Wert des Fonds gemäss der Transaktionsstruktur dem Wert des NAV von MicroValue abzüglich Abschlag entspricht.

3.2.2 Errichtung eines Anlagefonds

Vontobel errichtete vor der Publikation des Angebots bzw. der Voranmeldung einen Anlagefonds nach luxemburgischem Recht. Die dazu erforderliche Bewilligung wurde von der Commission de Surveillance du Secteur Financier bewilligt und am 30. November 2007 abgestempelt. Der Teilfonds wurde am 20. Dezember 2007 durch die Eidgenössische Bankenkommision zum Vertrieb in und von der Schweiz aus zugelassen. Die Vertriebszulassung in Deutschland wurde noch nicht beantragt, ist aber vorgesehen. Der Fonds nach luxemburgischem Recht wurde in der Form eines Umbrella Fonds mit verschiedenen Teilfonds und Anlegerklassen errichtet. Der andienungswillige Aktionär erhält Fondsanteile der Klasse P1 (in CHF). Diese können gemäss der Fondsrichtlinien nach Bedarf anschliessend in Fondsanteile der Klasse P2 (in €) umgewandelt werden. Des Weiteren existieren noch die Klassen I1 (in CHF) und I2 (in €), welche bei einer gewissen Mindestzeichnung anschliessend getauscht werden können.³ Gemäss Angebotsprospekt besteht für den MicroValue Aktionär keine Möglichkeit, seine Aktien direkt in Fondsanteile der Klasse I zu tauschen. Der Fonds firmiert unter "MIV Global Medtech Fund" als Teilfonds der Variopartner SICAV. Der Fonds

³ Mindestzeichnung: CHF 500'000 bzw. €300'000

wurde im Oktober 2007 von den luxemburgischen Behörden genehmigt. Ein Fondsreglement wurde erstellt und ebenfalls von den luxemburgischen Behörden gutgeheissen. Der Teilfonds wird nach luxemburgischem Recht als abgegrenzte Einheit und separater Pool von Vermögenswerten und Verbindlichkeiten angesehen. Die Ansprüche der Anleger und Gläubiger in Bezug auf den Teilfonds sind auf die Vermögenswerte des Teilfonds beschränkt, wobei innerhalb des Teilfonds wiederum verschiedene Anlegerklassen aufgelegt wurden. Der errichtete Teilfonds hat einen möglichst hohen Wertzuwachs zum Ziel, welcher durch weltweite Beteiligungen in Gesellschaften im Bereich der Medizintechnik erreicht werden soll. Folgende Richtlinien sollen bei den Investitionstätigkeiten befolgt werden:

- Unter Beachtung der Risikodiversifikation werden mindestens zwei Drittel des Gesamtvermögens des Teilfonds direkt oder indirekt in Beteiligungswertpapiere (Aktien, Partizipationsscheine, usw.) von Emittenten auf globaler Ebene angelegt, welche hauptsächlich im Bereich der Medizintechnik tätig sind
- Bis zu ein Drittel des Teilfonds kann in Beteiligungswertpapieren von Gesellschaften angelegt werden, welche nicht oder nicht überwiegend im Bereich der Medizintechnik tätig sind
- Es kann bis zu ein Drittel des Teilfonds in liquiden Mitteln angelegt werden, welche in Schweizer Franken oder einer anderen frei konvertierbaren Währung gehalten werden

Vontobel verpflichtet sich am Vollzugstag im Rahmen der Transaktionsvereinbarung, vom 9. Januar 2008 die notwendigen Fondsanteile zu zeichnen und mittels Einzahlung des NAV per 6. März 2008 abzüglich des Abschlages von 3.9 % zu liberieren.

Die zum Umtausch angebotenen Fondsanteile, sowie die Fondsanteile der Klasse P2, I1 und I2 werden an der luxemburgischen Börse kotiert.

3.2.3 Transaktionsvereinbarung zwischen Vontobel und MicroValue

Vontobel und MicroValue haben am 9. Januar 2008 eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen, welche unter anderem festlegt, dass Vontobel 57'652 der Inhaberaktien von MicroValue kauft, welche von MicroValue in der Vergangenheit zurückgekauft wurden. Der Kaufpreis entspricht dem NAV per 6. März 2008 abzüglich des vereinbarten Abschlages von 3.9 % und berechnet sich wie folgt: NAV per 6. März 2008 abzüglich Abschlag von 3.9 % geteilt durch die Anzahl der Publikumsaktien. Die Publikumsaktien sind in der Transaktionsvereinbarung wie folgt definiert: Aktien total (619'650) abzüglich der eigenen Inhaberaktien (57'652). Der Kaufpreis wird in bar abgegolten unter der Voraussetzung, dass sämtliche Bedingungen des öffentlichen Umtauschangebots erfüllt werden.

3.2.4 Übertragung der Aktiven

Gemäss Transaktionsvertrag überträgt MicroValue sämtliche Anlagen (Beteiligungen) und Flüssigen Mittel auf den neu errichteten Anlagefonds. Davon ausgenommen sind die folgenden Aktiven, welche als Flüssige Mittel bereitgehalten werden:

- Der von Vontobel bezahlte Kaufpreis für die von MicroValue gehaltenen eigenen Inhaberaktien von MicroValue
- Flüssige Mittel in CHF, welche dem Abschlag von 3.9 % multipliziert mit der Anzahl Publikumsaktien entsprechen
- Flüssige Mittel in CHF, welche der Summe sämtlicher Verbindlichkeiten, Eventualverbindlichkeiten und sonstiger Passiven (inkl. Rückstellungen) am Stichtag entsprechen

Der Anlagefonds entrichtet eine Barzahlung an MicroValue im Betrag des NAV abzüglich des Abschlages per 6. März 2008. Aus der Barliberierung der Fondsanteile durch Vontobel sollen die Mittel dazu generiert werden. Dies soll am 11. März 2008 ("Vollzugstag") stattfinden. Nach der Übertragung werden die Aktiven von MicroValue ausschliesslich aus Bargeld bzw. Guthaben bei Banken, Passiven (inkl. Rückstellungen) und Eventualverbindlichkeiten bestehen.

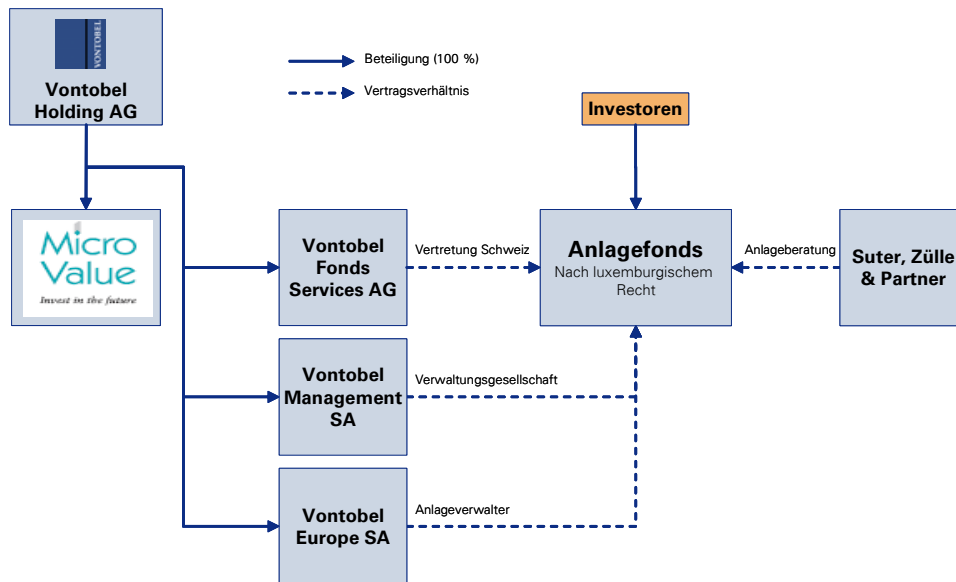
3.2.5 Steueraspekt

Gemäss Tax Ruling der Eidgenössischen Steuerverwaltung und der Steuerverwaltung des Kantons Zürich vom 23. November 2007 bleibt die Transaktion für Angebotsempfänger, welche ihre Aktien im Privatvermögen halten und in der Schweiz steuerpflichtig sind, ohne nachteilige Steuerfolgen. Vontobel verpflichtet sich im Angebotsprospekt - vorbehaltlich einer Änderung der steuergesetzlichen Grundlagen - das Tax Ruling einzuhalten.

3.2.6 Zielstruktur nach Vollzug der Transaktion

Nach Abschluss der oben beschriebenen Transaktion entsteht eine rechtliche Struktur, welche durch folgende Abbildung vereinfacht dargestellt werden kann:

Abbildung 4: Rechtliche Struktur nach der Transaktion



Quelle: Vontobel

4 Analyse des öffentlichen Umtauschangebots

4.1 Bewertung der MicroValue

Der Wert eines Unternehmens kann grundsätzlich anhand von unterschiedlichen Bewertungsansätzen ermittelt werden, die unter anderem folgende Bewertungsmethoden umfassen:

- Ertragswertmethoden/Discounted Cash Flow-Methoden
- Multiplikatoren anhand von vergleichbaren Unternehmen und Vergleichstransaktionen
- Net Asset Value (NAV)

Bei Gesellschaften, deren operative Tätigkeit die Investition in Beteiligungen umfasst, ist der NAV-Ansatz die gängige Bewertungsmethode. Fundamentale Bewertungsansätze (Ertragswert-/DCF-Methoden) sowie Marktmultiplikatoren bieten sich bei Investmentgesellschaften nicht an. Im Fall von MicroValue handelt es sich um ein Unternehmen, das ausschliesslich Anteile an börsenkotierten Unternehmen hält, deren Marktwerte jederzeit beobachtbar sind. Der NAV lässt sich anhand dieser Marktwerte zuzüglich der sonstigen Aktiven und abzüglich der Verbindlichkeiten ableiten. Eine Ermittlung des NAV von MicroValue ist verhältnismässig zuverlässig möglich. Aus diesem Grund wird auf eine Einzelbewertung der Beteiligungen mittels anderen Bewertungsmethoden verzichtet.

4.2 Bewertung der zum Tausch angebotenen Fondsanteile

Nicht kotierte Beteiligungspapiere, welche im Zug einer öffentlichen Übernahme zum Tausch angeboten werden, sind gemäss Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK zu bewerten. Die UEK kann bei Vorliegen von wichtigen Gründen unter Berufung auf Art. 43 BEHV-EBK und im Einvernehmen mit der EBK einen Erlass betreffend der Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel gewähren. Gemäss der Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2007 kann im vorliegenden Fall von einer Bewertung der zum Tausch angebotenen Fondsanteile abgesehen werden, da unter anderem das Beteiligungsportfolio von MicroValue identisch durch den von Vontobel errichteten Fonds abgebildet wird.

4.3 Beurteilung des Abschlags

Für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Umtauschangebots ist im konkreten Fall von MicroValue neben der klassischen Wertermittlung mit dem offerierten Abschlag ein weiterer zentraler Aspekt zu untersuchen. Die Beurteilung des Abschlags erfolgt anhand der durchschnittlichen Discounts und der Liquidität von Vergleichsunternehmen. Zudem werden die im Rahmen von Vergleichstransaktionen offerierten Abschläge untersucht. Aus Sicht der Aktionäre sind des Weiteren die mit dem Umtauschangebot verbundenen Steuerfolgen und die Veräusserungskosten von Interesse, die im Folgenden untersucht werden.

4.4 Auswahl der Vergleichsunternehmen

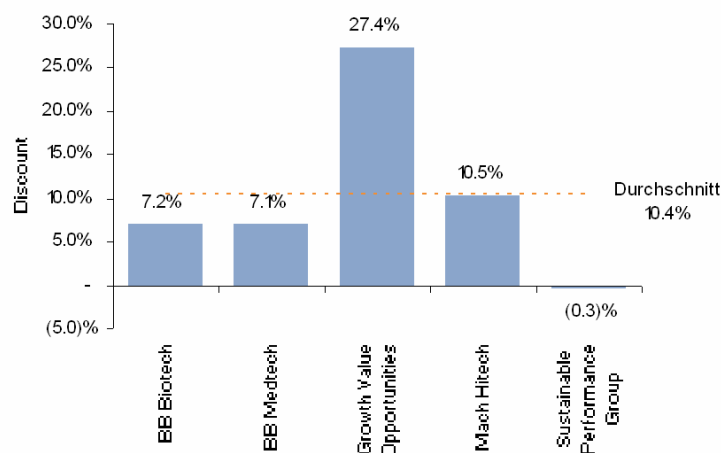
In einem ersten Schritt wird die Grundgesamtheit der Vergleichsunternehmen auf Investmentgesellschaften begrenzt, welche an der SWX kotiert sind.⁴ Anschliessend erfolgt eine weitere Reduzierung der Anzahl, indem der Fokus auf Unternehmen, welche hauptsächlich in börsenkotierte Unternehmen investieren, gerichtet wird. Schlussendlich führte die Analyse der Unternehmensdaten und Anlagestrategie auf die folgenden fünf Vergleichsunternehmen, welche als Basis zur Marktanalyse verwendet werden:⁵

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

4.5 Discountanalyse

Die folgende Abbildung vergleicht den Durchschnitt der wöchentlichen Discounts von MicroValue und den Vergleichsunternehmen innerhalb der letzten zwölf Monate (basierend auf dem Schlusskurs):

Abbildung 5: Discounts der Vergleichsunternehmen



Quelle: Bloomberg 9.1.2008

⁴ Schweizer Investmentgesellschaften verfügen über keine spezifische Rechtsbasis und -form. Die an der SWX kotierten Investmentgesellschaften sind in einem separaten Segment eingegliedert und unterliegen der Börsenaufsicht. Eine Betrachtung von ausschliesslich an der SWX kotierten Unternehmen halten wir im vorliegenden Fall für angemessen

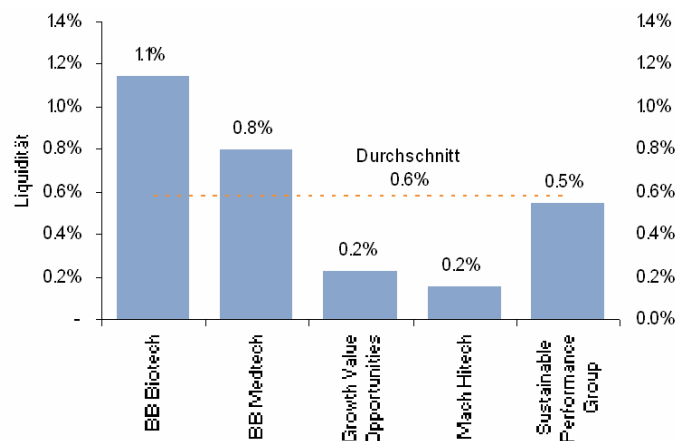
⁵ Kurzbeschreibung der Vergleichsunternehmen: Appendix II

Die Gegenüberstellung zeigt, dass der durchschnittliche Discount von MicroValue (10.1 %) leicht unter dem Durchschnitt der Vergleichsgruppe liegt. Auffallend sind die beiden Ausreisser Growth Value Opportunities (27.4 %) und Sustainable Performance Group (-0.3 %). Ersteres Unternehmen ist vor allem im russischen Markt tätig und der höhere Discount ist hauptsächlich durch die geringere Liquidität der gehaltenen Beteiligungen zu erklären. Demgegenüber weist die Sustainable Performance Group eine kleine Prämie auf, was unter anderem darauf zurückgeführt werden kann, dass der Anlagefokus auf etablierte Unternehmen ausgerichtet ist, welche unter anderem eine höhere Liquidität aufweisen. Die Darstellung zeigt zudem, dass bei den Vergleichsunternehmen nur der Discount der Sustainable Performance Group tiefer ist als der von Vontobel offerierte Abschlag von 3.9 %.

4.6 Liquiditätsanalyse

Die Liquidität dient als Indikator für die effiziente Preisgestaltung an den Kapitalmärkten. Nachfolgend wird die durchschnittliche Liquidität als Verhältnis zwischen dem wöchentlich gehandelten Volumen und dem Total der jeweils ausstehenden Aktien im Zeitraum von 12 Monaten zu Analyse Zwecken dargestellt:

Abbildung 6: Liquidität der Vergleichsunternehmen



Quelle: Bloomberg 9.1.2008

Die Betrachtung zeigt auf, dass zwischen der Liquidität von MicroValue (0.4 %) und der durchschnittlichen Liquidität der Vergleichsunternehmen nur eine kleine Differenz besteht.

Gemäss Mitteilung Nr. 2 der UEK wird ein Titel als liquid qualifiziert, sofern er während einer Periode von 60 Börsentagen an mindestens 30 Tagen gehandelt wird. Dieses Kriterium wird von sämtlichen Vergleichsunternehmen erfüllt. Die Aktien von MicroValue wurden an sämtlichen Handelstagen innerhalb des letzten Jahres gehandelt und können gemäss der oben genannten Mitteilung ebenfalls als liquid bezeichnet werden.

4.7 Analyse von historischen Transaktionen

Die Betrachtung der historischen Transaktionen von Investmentgesellschaften, beschränkt auf den Zeitraum der letzten zwei Jahre, soll eine Einschätzung bezüglich der Angemessenheit des Umtauschangebots ermöglichen. Dazu wird jeweils der Discount einen Börsentag vor der Vorankündigung des Angebots dem jeweils offerierten Abschlag gegenübergestellt. Für MicroValue wurde hierzu der Discount vom 8. Januar 2008 betrachtet:⁶

Abbildung 7: Vergleichstransaktionen

Vergleichstransaktionen				
	Jahr	Discount vor Vorankündigung	Abschlag	Differenz
MicroValue	2007	7.9%	3.9%	-50.6%
Absolute Europe AG	2006	7.4%	6.0%	-18.9%
Acorn Alternative Strategies AG	2006	7.7%	3.4%	-55.8%
Absolute Managers AG	2005	7.8%	6.6%	-15.4%

Quelle: Bloomberg und Angebotsprospekte der Unternehmen

Aus der Tabelle ist eine Segmentierung der Transaktionen feststellbar. Obwohl der Discount vor der Vorankündigung des öffentlichen Angebots bei allen Vergleichsunternehmen ungefähr gleich ist, sind bei den Abschlägen grosse Unterschiede feststellbar. Der Hauptgrund für diese Abweichung liegt darin, dass es sich bei den Angeboten für MicroValue und Acorn um ein Umtauschangebot und nicht um ein Barangebot handelt. Dies mag die tieferen Abschläge im Rahmen des öffentlichen Angebots von MicroValue und Acorn erklären.

4.8 Steuerfolgen

Gemäss Tax Ruling führt der Umtausch für Aktionäre, welche die MicroValue Inhaberaktie im Privatvermögen halten, zu keinen Einkommenssteuerfolgen. Falls die Aktien Teil des Geschäftsvermögens sind, so stellt die Differenz zwischen dem Buchwert der Aktien und dem erhaltenen Fondsanteil einen steuerbaren Kapitalgewinn dar.

4.9 Veräusserungskosten

Für den Fall, dass sich ein Aktionär nach Annahme des Umtauschangebots von Anteilen des Teilfonds trennen möchte, sind die Veräusserungskosten von Interesse. Bei der Veräusserung der Fondsanteile fällt eine Rücknahmekommission von bis zu 0.3 % des Rücknahmepreises pro Fondsteil an. Im Zusammenhang mit dem öffentlichen Umtauschangebot an die Aktionäre von Acorn wurde bei 45-tägiger Kündigungsfrist eine Rücknahmegebühr von 2 % erhoben. Falls die Anteile erst nach 90-tägiger Kündigungsfrist veräussert wurden, entfiel die

⁶ Obwohl sämtliche aufgeführte Unternehmen nicht in die Auswahl der Vergleichsunternehmen im vorhergehenden Kapitel aufgenommen wurden, kann anhand der geringen Abweichung zwischen den Discounts vor Ankündigung ein Vergleich vorgenommen werden. Insbesondere ist ein Vergleich tragbar, da nur der Unterschied zwischen Discount vor Ankündigung und Discount nach Angebot betrachtet wird und nicht ein Durchschnittswert einfliesst oder gar die Liquidität mitberücksichtigt wird

Rücknahmekommission. Diese Werte wurden einer Analyse der Rücknahmekommissionen von schweizerischen und luxemburgischen Fonds mit Anlagefokus im Gesundheitswesen gegenübergestellt. Die Analyse umfasste 13 schweizerische und 54 luxemburgische Fonds. Die durchschnittliche Rücknahmekommission beider Länder beträgt 1.3 %, was deutlich über der Rücknahmekommission für die MicroValue-Aktionäre liegt.⁷ Bei der Betrachtung der Rücknahmekommission muss beachtet werden, dass diese im Anlagereglement als obere Grenze definiert werden. Dementsprechend kann die tatsächlich anfallende Rücknahmekommission auch niedriger ausfallen.

4.10 Einflussfaktoren auf Abschlag

Zur Beurteilung des Abschlags zum NAV sind verschiedene Einflussfaktoren zu identifizieren, die sich auf die Höhe des Abschlags auswirken. Zwei mögliche Einflussfaktoren sind die direkten Transaktionskosten und die Opportunitätskosten für das eingesetzte Kapital, die zu Lasten von Vontobel entstehen.

Die Transaktionskosten für Vontobel umfassen u.a. Beraterkosten, Druckkosten, Publikationskosten und Kosten für die Umsatzabgabe. Diese betragen nach uns vorliegender Berechnung etwa 0.7 % von dem NAV von MicroValue per 3. Januar 2008, was in etwa auch bei vergleichbaren Transaktionen angefallen ist. Zum anderen entstehen für Vontobel Opportunitätskosten, da das Kapital in der MicroValue (in der Höhe des Abschlags) aufgrund der Auflagen des Tax Ruling für einen Zeitraum von 5 Jahre gebunden ist.⁸ Da die Opportunitätskosten nicht direkt beobachtbar sind und auf einer Anzahl von Annahmen basieren würden, haben wir diese nicht beziffert.

⁷ Übersicht der Berechnung: Appendix III

⁸ Vgl. Tax Ruling

5 Alternativen für die Aktionäre

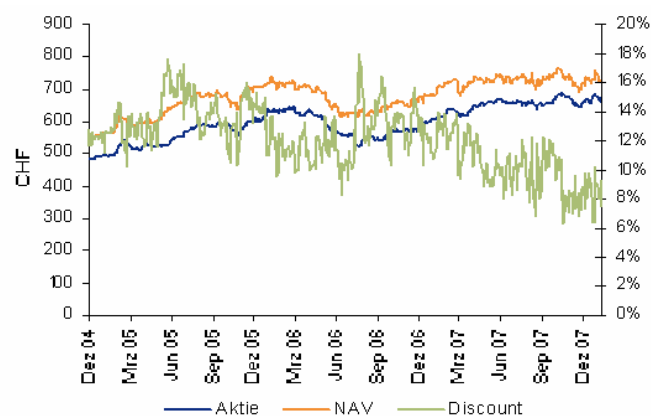
Es gibt eine Vielzahl von Alternativen, den Wert eines Unternehmens an die Aktionäre zu übertragen. Im Folgenden beschränken wir uns auf den Aktienverkauf über die Börse und die Liquidation der Gesellschaft.

5.1 Aktienverkauf über die Börse

Der Aktionär hat die Möglichkeit seine Aktien während der Angebotsfrist über die Börse zu verkaufen, solange er die von ihm gehaltenen Aktien noch nicht angedient hat. Der daraus erzielbare Ertrag ergibt sich aus dem zum Zeitpunkt der Veräusserung aktuellen Börsenkurs. Falls der daraus erzielbare Ertrag höher ist als der Ertrag, welcher bei Annahme des Angebots resultiert, ist diese Option für den Anleger attraktiver.

Die folgende Darstellung zeigt die historische Entwicklung des Aktienkurses, des NAV und des Discounts der letzten drei Jahre:

Abbildung 8: Aktienkurs und NAV von MicroValue (1.12.2004 – 9.1.2008)



Quelle: Bloomberg 9.1.2008

Die Betrachtung des Discounts zeigt auf, dass der Discount während der Betrachtungsperiode stets grösser war als der von Vontobel im öffentlichen Umtauschangebot offerierte Abschlag.

Zudem ist zu beachten, dass sich eine zeitnahe Veräusserung einer grossen Anzahl der ausstehenden Aktien an Kapitalmärkten mit beschränkter Liquidität negativ auf den erzielbaren Preis auswirken kann.

Das Angebot von Vontobel unterliegt der Bedingung, dass mindestens 90 % der Aktien angeboten werden müssen. Im Vergleich zum Verkauf an der Börse muss der Aktionär demzufolge bis zum Ablauf der Angebotsfrist warten, bis er den Umtauscherlös in Form von Fondsanteilen erhält bzw. bis er weiss, ob die Transaktion überhaupt durchgeführt wird.

5.2 Liquidation

Im Fall, dass die Stimmmehrheit der Aktionäre von MicroValue eine Liquidation der Gesellschaft beschliesst, ist dies eine weitere Alternative zum Umtauschangebot. Eine Liquidation von MicroValue würde ein Verkauf sämtlicher Investments und der sonstigen Aktiven bedeuten. Der daraus resultierende Liquidationserlös würde, nach Abzug sämtlicher Verbindlichkeiten, an die Aktionäre ausgeschüttet. Die Ausschüttung hat für institutionelle und private Anleger, die in der Schweiz steuerpflichtig sind, unterschiedliche Konsequenzen:

- Institutionelle Anleger: Die Besteuerung erfolgt nach dem Buchwertprinzip. Dementsprechend unterliegt die Differenz zwischen dem steuerlich massgeblichen Buchwert und dem Liquidationserlös der Einkommens- und Gewinnsteuer
- Private Anleger: Die Basis zur Besteuerung der Privataktionäre bildet die Differenz zwischen dem Nennwert der Aktien und dem Liquidationserlös. Die Höhe der Einkommensbesteuerung ist je nach Kanton unterschiedlich

Des Weiteren unterliegt die Differenz zwischen Nennwert der Aktien und Liquidationserlös der Verrechnungsteuer (35 %). Schweizer Aktionäre können diesen Betrag zurückfordern bzw. an ihre Steuern anrechnen, wohingegen die Möglichkeit der Rückforderung für ausländische Aktionäre von allfälligen Doppelbesteuerungsabkommen zwischen dem Residenzstaat des Aktionärs und der Schweiz abhängig ist.

Zudem fallen bei einer Liquidation üblicherweise Kosten als Folge der Auflösung von Administrations- und Managementverträgen, sowie Anwalts- und Revisionskosten an. Im Vergleich zum Umtauschangebot ist zudem noch auf eine mögliche zeitliche Verzögerung im Rahmen einer Liquidation hinzuweisen.

6 Weitere Betrachtungspunkte

Im Folgenden werden weitere Betrachtungspunkte aufgezeigt, welche nicht direkt mit der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Umtauschangebots in Verbindung stehen.

Gemäss Angebotsprospekt wird der Gegenwert des Umtauschangebots als NAV per 6. März 2008 abzüglich des Abschlags von 3.9 % berechnet. Eine Analyse des NAV soll Aufschluss über die möglichen Risiken des Angebots geben.

6.1 Einflussfaktoren auf den Net Asset Value

Die Berechnung des NAV wird von MicroValue täglich durchgeführt. Die Berechnung erfolgt anhand der Marktwerte der gegenwärtigen Beteiligungen, des Umlaufvermögens, sowie der Verbindlichkeiten. Der Wertanteil der Beteiligungen am NAV beträgt mehr als 90 %. Wir konnten die Ermittlung des NAV rechnerisch nachvollziehen und wir konnten keinen Anpassungsbedarf feststellen. Dementsprechend sollen im Folgenden Faktoren aufgezeigt werden, welche im Zusammenhang mit dem Angebot und einer Veränderung der Rechtsform im Bezug auf die Beteiligungen in Betracht gezogen werden können.

6.1.1 Kursschwankungen

Aufgrund von zukünftigen Kursschwankungen der von MicroValue gehaltenen Beteiligungen besteht die Möglichkeit, dass ein Angebot, welches gegenwärtig attraktiv erscheint, zu einem tieferen Gegenwert des Umtauschangebots (gemessen in absoluten Zahlen) per Stichtag führen könnte. Erwartet ein Anleger somit eine negative Kursentwicklung der Titel im Bereich der Medizintechnik, so wäre es vorteilhafter, die Beteiligung zum heutigen Zeitpunkt über die Börse zu veräussern. Der Discount wäre dann zwar grösser als der Abschlag, der Aktionär stellt sich aber im Vergleich zu dem Angebot nach negativer Kursentwicklung der Beteiligungen (und somit Reduktion des NAV) besser.

Um dieses Risiko zu minimieren, könnte ein andienungswilliger Aktionär erst kurz vor Ablauf des Angebots seine Zusage erteilen. Falls sich seit Angebotsbeginn bis zu diesem Zeitpunkt etwas an der Marktsituation geändert hat und der Anleger der Auffassung ist, dass eine negative Kursentwicklung wahrscheinlich ist, würde ihm noch die Möglichkeit gewährt bleiben, seine Aktien über die Börse zu veräussern.

Neben dem Downside-Risiko besteht für den Aktionär auch eine Upside-Möglichkeit. Würden die Börsenkurse der Beteiligungen in Zukunft steigen, so könnte der Gegenwert des Umtauschangebots dementsprechend höher ausfallen.

6.1.2 *Anlagepolitik*

Im Vergleich zu der Anlagepolitik von MicroValue liegt auch zukünftig der Anlagefokus des Fonds auf Unternehmen im Bereich der Medizintechnik. Bei einer Gegenüberstellung der beiden Anlagereglemente waren für uns keine wesentlichen Änderungen in der Anlagepolitik ersichtlich.

6.1.3 *Risiko des Umbrella Fonds*

Der errichtete Fonds ist ein Teilfonds der Variopartner SICAV nach luxemburgischem Recht. Es wurde untersucht, ob für den errichteten Teilfonds Risiken auftreten könnten, welche aus der Verknüpfung mit weiteren Teilfonds resultieren.

Nach Angaben von Vontobel wird der errichtete Fonds als rechtliche Einheit juristisch und buchhalterisch getrennt verwaltet. Ein Konkurs eines Teilfonds hätte somit keinen Einfluss auf das Vermögen eines anderen. Die konkursrechtlichen Bestimmungen von Luxemburg sind demnach mit den hiesigen vergleichbar. Der entscheidende Vorteil der Umbrella Fonds Struktur liegt aussagegemäss in der Effizienzsteigerung, da die Errichtung eines neuen eigenständigen Fonds mit höheren Kosten verbunden wäre. So müssen gewisse Verträge beispielsweise nur einmal aufgesetzt werden.

6.2 *Verwaltungskosten*

Die aktuellen Verwaltungskosten der MicroValue sind niedriger als jene des Fonds. Eine ungefähre Quantifizierung der bestehenden und zukünftigen Kosten führt zu folgender Aufstellung:

- Vor der Transaktion betrug der Verwaltungsaufwand rund 1.1 % (per annum) des NAV.⁹ Dieser war für sämtliche Anleger gleich hoch
- Nach der Transaktion werden die Verwaltungskosten der Klasse P bis zu 1.75 % (per annum) des NAV betragen, wobei sich diese aus einer Verwaltungsgebühr von bis zu 1.5 % und sonstigen Gebühren (Depotgebühr, etc.) von 0.25 % zusammensetzt. Bis auf weiteres ist eine Verwaltungsgebühr von 1.4 % vorgesehen
- Inhaber eines Fondsanteils steht unter gewissen Voraussetzungen die Möglichkeit offen, ihre Anteile der Klasse P in Anteile der Klasse I zu wechseln. Inhaber der Klasse I Fondsanteile profitieren von tieferen Verwaltungskosten (bis zu 1.15 % per annum), wobei sich diese aus einer Verwaltungsgebühr von bis zu 0.9 % und sonstigen Gebühren (Depotgebühr, etc.) von 0.25 % zusammensetzen.¹⁰ Bis auf weiteres ist eine Verwaltungsgebühr von 0.8 % vorgesehen

⁹ Verwaltungsaufwand und NAV gemäss Jahresabschluss 2006

¹⁰ Die Voraussetzung zur Zeichnung der Klasse I sind in Kapitel 3.2.2 Errichtung eines Anlagefonds dargestellt

7 Schlussfolgerung der Fairness Opinion

Die Analyse des öffentlichen Umtauschangebots führte zu folgendem Ergebnis:

- Die Veräusserung der Aktien über die Börse führt aufgrund des höheren Discounts zu einem tieferen Ertrag
- Das Liquidationsszenario führt vor allem für schweizerische Aktionäre, welche die Aktien im Privatvermögen halten, zu einem tieferen Ertrag. Neben den steuerlichen Vorteilen, welche das öffentliche Übernahmeangebot gegenüber der betrachteten Alternative aufweist, ist auch das wesentlich geringere Transaktionsrisiko hervorzuheben
- Der Marktvergleich führt zu dem Ergebnis, dass der offerierte Abschlag im Vergleich zu den aktuellen Discounts der Vergleichsunternehmen tiefer ist. Des Weiteren ist bei Betrachtung der Vergleichstransaktionen festzustellen, dass sich der Abschlag in einer vergleichbaren Grössenordnung bewegt

Aufgrund der oben aufgeführten Analysen erachten wir das öffentliche Umtauschangebot der Vontobel Holding AG, an sämtliche Aktionäre der MicroValue AG aus finanzieller Sicht als angemessen. Die Schlussfolgerung beruht auf der Annahme, dass der Fonds bzw. dessen Anteile ein wertmässiges Spiegelbild des NAV der MicroValue abzüglich des Abschlags darstellen.

Die Fairness Opinion wurde am 9. Januar 2008 fertig gestellt.

KPMG AG, Abteilung Corporate Finance



Claudio Steffenoni
Partner



Olaf Kiel
Manager

Appendix I: Beurteilungsgrundlagen

Unterlagen von MicroValue und Vontobel

- Geschäftsbericht 2006, Halbjahresbericht per Ende Juni 2007, Quartalsbericht per Ende September 2007 und Monatsbericht vom November 2007 von MicroValue
- Entwurf des Schreibens des Anwaltsbüros Lenz & Staehelin an die UEK vom 5. November 2007: "Vontobel / MicroValue: Gesuch um Empfehlung über diverse Vorfragen im Zusammenhang mit dem beabsichtigten öffentlichen Umtauschangebot für sämtliche sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der MicroValue AG durch Vontobel"
- Entwurf des Schreibens von Dr. Christoph Schmid: "Unterstützung Gesuch UEK betr. Vontobel/MicroValue" vom 25. Oktober 2007
- Medienmitteilung der MicroValue vom 24. August 2007: "MicroValue AG prüft Umwandlung in einen Anlagefonds"
- Transaktionsbeschreibung
- Entwurf über Informationen für Anleger in der Schweiz
- Entwurf des Verkaufsprospektes der Variopartner SICAV
- Anlagereglement der MicroValue AG, Zürich gültig ab 17. April 2007
- Empfehlung der UEK vom 20. Dezember 2007
- Entwurf des vereinfachten Angebotsprospektes vom 9. Oktober 2007
- Voranmeldung des öffentlichen Umtauschangebotes vom 9. Januar 2008
- Entwurf des Angebotsprospektes vom 9. Januar 2008
- Transaktionsvertrag vom 9. Januar 2008
- Kauf- und Übertragungsvertrag zwischen MicroValue und Variopartner SICAV – MIV Global Medtech Fund vom 28. Dezember 2007
- Berechnung des Net Asset Value vom 3. Januar 2008
- Details zum Aktienrückkaufprogramm, welches am 13. August 2007 von der ausserordentlichen Generalversammlung gutgeheissen wurde
- Informationen über die aktuelle Anzahl an eigenen Aktien, welche von MicroValue gehalten werden
- Schreiben zum Tax Ruling unterschrieben von der eidgenössischen und kantonalen Steuerverwaltung vom 23. November 2007
- Aufstellung von Vontobel zu den Transaktionskosten

Finanzmarktdaten

- Finanzdaten zu kotierten, schweizerischen Investmentgesellschaften, welche aufgrund Ihres Investmentfokusses und/oder Grösse als Vergleichsunternehmen von MicroValue erachtet werden können ¹¹
- Angebotsprospekte zu vergleichbaren Transaktionen ¹²

Gesprächspartner

- | | |
|--------------------|------------|
| • Herr Dr. Gubler | MicroValue |
| • Herr Suter | MicroValue |
| • Herr Terribilini | Vontobel |
| • Herr Gadiant | Vontobel |

¹¹ Dazu verwendete Quelle: Bloomberg und Homepages der Vergleichsunternehmen

¹² Dazu verwendete Quelle: Homepage der Übernahmekommission (www.takeover.ch)

Appendix II: Kurzbeschreibung der Vergleichsunternehmen

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

Quelle: Bloomberg

Appendix III: Übersicht über die Rücknahmekommissionen von Fonds in der Schweiz und Luxemburg

Rücknahmekommission, Übersicht	
Schweizerische Fonds	
Anzahl Fonds	Rücknahmegebühr
5	3.0
2	1.0
6	0.3
Durchschnitt	1.4
Luxemburgische Fonds	
Anzahl Fonds	Rücknahmegebühr
1	5.0
1	4.8
2	4.0
10	3.0
2	2.0
9	1.0
10	0.5
7	0.3
1	0.1
11	-
Durchschnitt	1.3
Gesamtdurchschnitt	1.3

Quelle: www.morningstar.ch