

B**ÜBERNAHMEKOMMISSION
COMMISSIONE DELLE OPA****COMMISSION DES OPA
SWISS TAKEOVER BOARD**Selnaustrasse 30
Postfach
CH - 8021 ZürichTel.: +41 (0)58 854 22 90
Fax: +41 (0)58 854 22 91
www.takeover.ch**EMPFEHLUNG I****vom 20. Dezember 2007****Öffentliches Umtauschangebot der Vontobel Holding AG, Zürich, für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der MicroValue AG, Zürich – Vorfragen**

A. MicroValue AG („MicroValue“ oder „Zielgesellschaft“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 123'930'000 und ist eingeteilt in 619'650 Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 200 („Inhaberaktien“ oder „MicroValue-Aktien“). Die MicroValue-Aktien sind im Segment der Investmentgesellschaften an der SWX Swiss Exchange („SWX“) kotiert. Die MicroValue hält per Ende November 2007 59'390 eigene Inhaberaktien, entsprechend ca. 9.6% des Aktienkapitals der MicroValue.

MicroValue ist eine Investmentgesellschaft, welche ihr Vermögen in Kapitalbeteiligungen an Unternehmen investiert, die v.a. im Bereich der Mikrotechnologie tätig sind. Gemäss Anlage Richtlinien muss das Gesellschaftsvermögen hauptsächlich in Unternehmen investiert werden, deren Anteile an einer Börse oder an einem anderen geregelten, dem Publikum offen stehenden Markt gehandelt werden, wobei maximal 15% in nicht kotierten bzw. an einem geregelten Markt gehandelten Anlagen investiert werden dürfen. Gegenwärtig handelt es sich bei sämtlichen Anlagen der MicroValue um börsenkotierte Titel. Als Investmentgesellschaft ist MicroValue dem Zusatzreglement der SWX für die Kotierung von Investmentgesellschaften unterstellt.

Zusätzlich zum Jahres- und Halbjahresbericht veröffentlicht MicroValue Quartals- und Monatsberichte. Der innere Wert bzw. Net Asset Value („NAV“) wird jeweils per Monatsende gestützt auf die Börsenkurse der einzelnen Anlagen berechnet und ca. 10 Tage nach Abschluss des Monats bekanntgegeben. Zusätzlich berechnet und publiziert MicroValue täglich einen, auf den Schlusskursen der einzelnen Anlagen am letzten vorangehenden Börsentag basierenden, NAV.

B. MicroValue hält gemäss ihrem „Monatsbericht November 2007“ die nachfolgenden Beteiligungen, welche an der virt-x, an der SWX, an der London Stock Exchange („LSE“), an der Australian Security Exchange („ASX“), an der New York Stock Exchange („NYSE“) oder an der National Association of Securities Dealers Automated Quotations („Nasdaq“) kotiert sind.

Beteiligung**Beteiligung (Anzahl) Anteil in % Börsenplatz**

Synthes Inc.	170'000	5	virt-x
Straumann Holding AG	80'000	6	SWX
Nobel Biocare Holding AG	105'000	8	virt-x
Smith & Nephew PLC	2'100'000	6	LSE
Cochlear Ltd.	540'000	8	ASX
Medtronic Inc.	430'000	6	NYSE
St. Jude Medical Inc.	480'000	5	NYSE
Mentor Corp.	440'000	4	NYSE
ResMed Inc.	610'000	7	ASX
Respironics Inc.	570'000	7	Nasdaq
Stryker Corp.	300'000	6	NYSE
Hologic Inc.	260'000	4	Nasdaq
Arthrocare Corp.	340'000	5	Nasdaq
C.R. Bard Inc.	250'000	5	NYSE
Cytori Therapeutics Inc.	600'000	1	Nasdaq
MicroValue	Eigene Aktien	9	
Liquidität		8	
Total		100	

Der Aktienkurs der MicroValue-Aktie betrug per 30. November 2007 CHF 662.00, der NAV der Aktie belief sich auf CHF 724.40. Der Abschlag des Aktienkurses gegenüber dem NAV der Aktie („Abschlag“) betrug somit per 30. November 2007 8.6%.

C. Mit Medienmitteilung vom 24. August 2007 teilte die MicroValue der Öffentlichkeit mit, dass der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung der MicroValue beschlossen hätten, die Umwandlung der MicroValue in einen Anlagefonds zu prüfen.

D. Vontobel Holding AG („Vontobel“ oder „Gesuchstellerin“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 65'000'000 und ist eingeteilt in 65'000'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 1. Die Namenaktien sind im Hauptsegment an der SWX kotiert.

E. Am 30. November 2007 reichte die Vontobel ein Gesuch ein, mit dem sie die Übernahmekommission um Beurteilung der nachfolgend summarisch dargestellten Transaktion aus übernahmerechtlicher Sicht ersuchte:

Geplante Transaktion:

Die Vontobel plant, ein öffentliches Umtauschangebot für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der MicroValue zu unterbreiten. Die Abgeltung des Angebots soll durch Tausch gegen Anteile eines neu zu gründenden Anlagefonds Luxemburgischen Rechts, den „MIV Global Medtech Fund“, geleistet werden.

Vorgesehene Transaktionsschritte:

1. Gründung eines Anlagefonds nach Luxemburgischem Recht

Beim öffentlichen Umtauschangebot sollen als Abgeltung Anteile eines Anlagefonds Luxemburgischen Rechts zum Tausch angeboten werden. Die entsprechenden Bewilligungen der Luxemburgischen Commission de Surveillance du Secteur Financier („CSSF“) sowie eine Vertriebsbewilligung der Eidgenössischen Bankenkommission

(„EBK“) werden eingeholt. Die CSSF hat gemäss Angaben im Gesuch das Fondsreglement des Anlagefonds in den Grundzügen bereits genehmigt.

2. Abschluss einer Transaktionsvereinbarung

Vontobel und MicroValue schliessen vor der Voranmeldung des öffentlichen Umtauschangebots eine Transaktionsvereinbarung ab. Darin soll u.a. festgelegt werden, dass Vontobel die von MicroValue gehaltenen eigenen 59'390 Inhaberaktien kauft. Der Kaufpreis soll dem NAV der MicroValue am Stichtag (kurz vor dem Vollzugstag des Umtauschangebots) abzüglich eines Discounts entsprechen und am Vollzugstag des Angebots in bar ausbezahlt werden. Der Vollzug des Kaufs wird darauf bedingt sein, dass alle Bedingungen unter dem öffentlichen Umtauschangebot eintreten.

Gleichzeitig mit der Transaktionsvereinbarung verpflichtet sich MicroValue, sämtliche Anlagen und sämtliche sonstigen Aktiven, ausgenommen Passiven und Barmittel im Betrag des Discounts, auf den neu errichteten Anlagefonds zu übertragen. Ebenfalls nicht übertragen wird der durch Vontobel an MicroValue für den Kauf der eigenen Inhaberaktien bezahlte Kaufpreis. Als Gegenleistung entrichtet der Anlagefonds eine Barzahlung an die MicroValue im Betrag des NAV zum Stichtag, ausgenommen die liquiden Mittel im Betrag des Discounts. Die dafür erforderlichen Mittel stammen aus der Barliberierung der Anlagefondsanteile durch Vontobel. Der Vollzug wird darauf bedingt sein, dass alle Bedingungen unter dem öffentlichen Umtauschangebot eintreten. Weiter verpflichtet sich Vontobel in der Transaktionsvereinbarung, per Vollzugstag die notwendige Anzahl Anlagefondsanteile zu zeichnen und durch Einzahlung des NAV der MicroValue zum Stichtag abzüglich Discount zu liberieren.

3. Veröffentlichung des Umtauschangebots

Die Vontobel wird den Publikumsaktionären der MicroValue ein öffentliches Umtauschangebot unterbreiten. Der Angebotspreis soll dem inneren Wert (NAV) abzüglich eines Discounts („Discount“) zwischen 3.5% und 4.5% der MicroValue entsprechen. Der Discount beträgt gleichviel, wie derjenige, welchen Vontobel vom NAV für die eigenen Aktien der MicroValue abzieht. Massgebend soll der NAV am Stichtag (kurz vor dem Vollzugstag des Umtauschangebots) sein. Zum Tausch werden Anteile des gegründeten Anlagefonds nach Luxemburgischem Recht angeboten. Das Umtauschverhältnis ist noch nicht festgelegt.

Das öffentliche Umtauschangebot von Vontobel soll u.a. der Bedingung unterstehen, dass Vontobel bis zum Ablauf der Angebotsfrist mindestens 90% aller am Ende der Angebotsfrist ausgegebenen MicroValue-Aktien angedient worden sind (vgl. nachstehend lit. F, Ziff. 2). Vontobel beabsichtigt, sich im Angebotsprospekt zu verpflichten, die Steuerrulings der Eidgenössischen Steuerverwaltung und der Steuerverwaltung des Kantons Zürich einzuhalten und die Aktionäre und allenfalls die Verwaltungsratsmitglieder der MicroValue schadlos zu halten, falls die Vontobel die Steuerrulings verletzt. Die Transaktion soll für diejenigen Angebotsempfänger, welche ihre Aktien im Privatvermögen halten und in der Schweiz steuerpflichtig sind, ohne nachteilige Steuerfolgen bleiben.

4. Schaffung der zum Umtausch angebotenen Anlagefondsanteile und Vollzug des Angebots

Kurz vor Vollzug des Umtauschangebots wird der NAV der MicroValue, unter Ausschluss der liquiden Mittel im Betrag des Discounts, ermittelt. Am Vollzugstag zeichnet die Vontobel die notwendige Anzahl Anlagefondsanteile und liberiert die Anlagefondsanteile durch Einzahlung des am Stichtag ermittelten NAV der MicroValue abzüglich des Discounts. Am Vollzugstag werden zudem sämtliche Aktiven der MicroValue an den Anlagefonds verkauft, mit Ausnahme der Passiven und des Barbetrags des Discounts.

Am Vollzugstag erhalten die Publikumsaktionäre, welche das Umtauschangebot angenommen haben, eine gemäss dem festgelegten Umtauschverhältnis bestimmte Anzahl Anlagefondsanteile und die Vontobel erhält im Gegenzug die angedienten Inhaberaktien der MicroValue.

F. Vontobel beantragt in ihrem Gesuch (vgl. Sachverhalt lit. E) den Erlass einer Empfehlung über folgende Vorfragen:

„1. Es sei festzustellen, dass die Anteilsscheine des von Vontobel zu gründenden Anlagefonds Luxemburgischen Rechts „Titel“ im Sinne der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote darstellen.

2. Es sei die Zulässigkeit der folgenden Bedingung festzustellen:

Bis zum Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist wurden der Gesuchstellerin Aktien der MicroValue gültig angedient, welche – unter Einbezug der MicroValue-Aktien, welche die Gesuchstellerin am Ende der Angebotsfrist halten wird, sowie der durch MicroValue gehaltenen eigenen Aktien, welche die Gesuchstellerin von MicroValue kaufen wird – mindestens 90% aller am Ende der Angebotsfrist ausgegebenen MicroValue-Aktien entsprechen.

3. Es sei der Gesuchstellerin eine Ausnahme von der Pflicht zur Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel im Sinne von Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK zu gewähren.“

G. Mit Schreiben vom 30. November 2007 teilte die Zielgesellschaft der Übernahmekommission mit, dass sie das vorliegende Gesuch der Vontobel vollumfänglich unterstütze.

H. Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus Herrn Hans Rudolf Widmer (Präsident), Frau Susan Emmenegger und Herrn Alfred Spörri gebildet.

Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:

1. Zulässigkeit des Tausches gegen Anlagefondsanteile

1.1 Art. 39 Abs. 1 BEHV-EBK sieht vor, dass der Angebotspreis durch Barzahlung oder durch Tausch gegen Beteiligungspapiere geleistet werden kann. Die Übernahmeverordnung geht in ihrem Wortlaut davon aus, dass der Angebotspreis durch Tausch gegen „Titel“ geleistet werden kann (vgl. Art. 20 Abs. 2, Art. 21 Abs. 2, Art. 22 Abs. 1 und Art. 24 UEV-UEK). Eine Legaldefinition des Begriffs „Titel“ existiert jedoch nicht. Die Übernahmekommission hat bereits

festgehalten, dass „Effekten“ im Sinne von Art. 2 lit. a BEHG auf jeden Fall auch vom Begriff „Titel“ erfasst sind (vgl. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG / ZKB Finanz Vision A / ZKB Axxess Vision AG*, Erw. 1). Unter Beteiligungspapiere im Sinne von Art. 2 lit. e BEHG fallen auch Anteilsscheine an einem Anlagefonds nach Schweizer Recht (vgl. Empfehlung vom 31. August 2006 in Sachen *Acorn Alternative Strategies AG*, Erw. 1; Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG / ZKB Finanz Vision A / ZKB Axxess Vision AG*, Erw. 1).

1.2 Vorliegend plant die Vontobel die Gründung eines Anlagefonds nach Luxemburgischem Recht, deren Anteilsscheine sie zum Tausch für Inhaberaktien der MicroValue anbieten möchte. Nachfolgend ist daher zu prüfen, ob der Angebotspreis auch durch Anteilsscheine an einem Luxemburgischen Anlagefonds geleistet werden kann:

1.3 Der zu gründende Anlagefonds, firmierend unter „MIV Global Medtech Fund“, wird als Teilfonds der Variopartner SICAV, einer „Société d’investissement à capital variable“ nach luxemburgischem Recht, in Form eines Umbrella Fonds mit verschiedenen Teilfonds und Klassen errichtet. Das für den MIV Global Medtech errichtete Fondsreglement wurde gemäss Angaben im Gesuch von den luxemburgischen Behörden bereits im Grundsatz genehmigt. Ansprüche der Anleger und Gläubiger in Bezug auf den Teilfonds sind auf die Vermögenswerte des Teilfonds beschränkt. Für dessen Gründung sind Bewilligungen bei der CSSF und für dessen Vertrieb in der Schweiz ist eine Vertriebsbewilligung der EBK einzuholen.

Gemäss Art. 5 des Gesetzes über Organismen für gemeinsame Anlagen des Grossherzogtums Luxemburg vom 20. Dezember 2002 (zu finden unter www.cssf.lu), sind allgemeine Anlagefonds jedes ungeteilte Vermögen bestehend aus Wertpapieren und/oder aus anderen liquiden Finanzanlagen, das auf Rechnung der Miteigentümer gemäss dem Prinzip der Risikoverteilung verwaltet wird. Die Haftung der Miteigentümer ist auf den von ihnen eingebrachten Betrag beschränkt. Die Rechte der Miteigentümer werden durch Anteile verkörpert, die zur öffentlichen Platzierung auf dem Weg eines öffentlichen Angebots oder einer Privatplatzierung bestimmt sind. Gemäss Art. 8 des genannten Gesetzes können Namen- oder Inhabertifikate, welche einen oder mehrere Anteile des Anlagefonds verbrieften oder schriftliche Bestätigungen über den Eintrag der Anteile oder von Bruchteilen der Anteile ins Anteilsregister ausgegeben werden.

1.4 Aus dem soeben Gesagten ergibt sich, dass Anteile an Anlagefonds nach Luxemburgischem Recht als vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere oder Wertrechte betrachtet werden können. Zudem wird für die Gewährleistung der Handelbarkeit in der Schweiz eine Vertriebsbewilligung der EBK eingeholt. Anteilsscheine an Anlagefonds Luxemburgischen Rechts können somit als Effekten im Sinne des Börsengesetzes (Art. 2 lit. a BEHG) betrachtet werden und gelten daher als Titel im Sinne der Übernahmeverordnung.

1.5 Unter der Voraussetzung, dass die CSSF die Gründung des Anlagefonds nach Luxemburgischem Recht genehmigt und die EBK die Vertriebsbewilligung erteilt hat, gelten die Anlagefondsanteile als Titel im Sinne von Art. 24 UEV-UEK. Der Angebotspreis kann daher grundsätzlich mittels Anlagefondsanteilen des MIV Global Medtech Fund nach Luxemburgischem Recht geleistet werden.

2. Anwendbarkeit der Bestimmungen über den Mindestpreis

Umfasst das Angebot Beteiligungspapiere, deren Erwerb die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots auslösen würde, muss der Angebotspreis gemäss Art. 10 Abs. 5, zweiter Satz, UEV-UEK den Bestimmungen über Pflichtangebote entsprechen (Art. 32 Abs. 4 BEHG, Art. 37 ff. BEHV-EBK). Das geplante Angebot der Vontobel wird mehr als 33 1/3% der Stimmrechte an MicroValue umfassen, sodass diese Bestimmungen vorliegend zur Anwendung gelangen.

3. Transparenz des Angebotspreises

3.1 NAV als Angebotspreis

3.1.1 Allgemein

3.1.1.1 Tragende Prinzipien der Bestimmungen über öffentliche Übernahmeangebote sind die Grundsätze der Transparenz, der Lauterkeit und der Gleichbehandlung (Art. 1 UEV-UEK i.V.m. Art. 1 BEHG). Die Regelung zielt also darauf ab, transparente und faire Bedingungen für öffentliche Übernahmeangebote zu schaffen (s. Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, Sonderdruck, S. 21). Das Transparenzgebot soll u.a. sicherstellen, dass die Empfänger des Angebots in der Lage sind, ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage zu treffen.

3.1.1.2 Was die Transparenz des Angebotspreises anbelangt, so hat gemäss Art. 21 Abs. 2 UEV-UEK der Angebotsprospekt den je Beteiligungspapier angebotenen Preis, oder im Falle eines öffentlichen Tauschangebots, das Umtauschverhältnis zu bezeichnen. Diese Angabe muss auch in der Voranmeldung enthalten sein (Art. 7 Abs. 2 lit. d UEV-UEK). Damit die Empfänger des Angebots ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können, muss der Angebotspreis nicht immer zwingend im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Voranmeldung (oder des Angebots) bestimmt, aber zumindest *bestimmbar* sein. Überdies gebietet es der Grundsatz der Lauterkeit, dass der Angebotspreis aufgrund *objektiver Kriterien*, welche die Parteien nicht massgeblich beeinflussen können, bestimmt wird. Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK betreffend die Zulässigkeit von Bedingungen in öffentlichen Kaufangeboten ist dabei sinngemäss anzuwenden (vgl. Empfehlung vom 11. April 2000 in Sachen *India Investment AG*, Erw. 1).

Dem Gesuch der Vontobel ist zu entnehmen, dass der Angebotspreis im Rahmen des Umtauschangebots der Anbieterin dem NAV der Inhaberaktie der MicroValue abzüglich Discount entsprechen soll, wobei der NAV kurz vor dem Vollzug des Umtauschangebots massgebend sein wird (s. Sachverhalt lit. E). Das Umtauschverhältnis ist im Zeitpunkt der Einreichung des Gesuchs noch nicht bekannt.

Es gilt im Folgenden zu prüfen, ob das geplante Umtauschangebot den oben erörterten Anforderungen genügt.

3.1.2 Liquidität des Portfolios

3.1.2.1 Was die *Bestimmbarkeit* des Angebotspreises anhand *objektiver Kriterien* anbelangt, so hat die Übernahmekommission es in ihrer bisherigen Praxis im Zusammenhang mit Angeboten für Beteiligungspapiere von Investmentgesellschaften als zulässig erachtet, den Angebotspreis aufgrund des NAV der Zielgesellschaft zu bestimmen, auch wenn der dafür massgebende NAV erst nach Veröffentlichung des Angebots zu berechnen war (vgl. Empfehlung vom 16. April 2003 in Sachen *InCaptive Capital AG*, Erw. 3.1; Empfehlung vom 24. Januar 2002 in Sachen *Sopafin*,

Erw. 4.3 und 5; Empfehlung vom 13. Juli 2001 in Sachen *Altin AG*, Erw. 2.2). Voraussetzung dafür, dass der (zukünftige) NAV als objektive Grösse qualifiziert werden kann, ist allerdings, dass die Titel des Portfolios, welche die Berechnungsgrundlage des NAV bilden, an liquiden Märkten gehandelt werden (vgl. Empfehlung vom 11. April 2000 in Sachen *India Investment AG*, Erw. 1).

3.1.2.2 Die Vontobel führt in ihrem Gesuch aus, dass die Aktiven (ohne Passiven und Discount) der MicroValue auf den neu gegründeten Anlagefonds übertragen werden. Damit geht das gesamte Portfolio der MicroValue auf den Anlagefonds über. Die MicroValue publiziert die Zusammensetzung des Portfolios auf ihrer Website (www.microvalue.ch). Das Anlagereglement der MicroValue schreibt in Ziffer 4.3 vor, dass das Gesellschaftsvermögen hauptsächlich in Unternehmen investiert werden muss, deren Anteile an einer Börse oder einem anderen geregelten, dem Publikum offen stehenden Markt gehandelt werden. Bis zu 15% des Gesellschaftsvermögens dürfen in Unternehmen investiert werden, deren Anteile nicht an einer Börse oder an einem anderen geregelten, dem Publikum offen stehenden Markt gehandelt werden. Aus dem Portfolio der MicroValue ist ersichtlich, dass es sich bei sämtlichen Anlagen gegenwärtig um börsenkotierte Titel handelt (vgl. Sachverhalt lit. B). Jedes der Beteiligungspapiere des Portfolios gilt zudem gemäss den Kriterien der Mitteilung Nr. 2 der Übernahmekommission vom 3. September 2007 („Mitteilung Nr. 2“) als liquid. Jedes der Wertpapiere wird täglich gehandelt. Die Prüfstelle hat in ihrem Bericht die Liquidität des Portfolios gemäss den Kriterien der Mitteilung Nr. 2 zu bestätigen.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das Portfolio als liquid zu betrachten ist, wenn die Prüfstelle dies bestätigen kann.

3.1.3 Kenntnis der Zusammensetzung des Portfolios und des NAV

3.1.3.1 Damit für die Empfänger des Angebots die notwendige Transparenz gewährleistet ist, die ihnen erlaubt, ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen zu können, haben sie Kenntnis von der Zusammensetzung des Portfolios der jeweiligen Zielgesellschaft zu erhalten, da dieses die Grundlage zur Berechnung des NAV bildet. Überdies muss ihnen der für die Berechnung des Angebotspreises relevante NAV zugänglich sein.

3.1.3.2 Gemäss Zusatzreglement der SWX für die Kotierung von Investmentgesellschaften müssen an der SWX kotierte Investmentgesellschaften die Zusammensetzung des Portfolios in ihrer jährlichen Berichterstattung bekanntgeben. Zudem haben sie den NAV in regelmässigen Abständen zu publizieren. Die MicroValue erstellt Jahres- Halbjahres-, Quartals- und Monatsberichte, welche auf der Website (www.microvalue.ch) publiziert werden. In diesen Berichten wird jeweils auch die detaillierte Zusammensetzung der Portfoliostruktur offen gelegt.

3.1.3.3 Im Rahmen der Monatsberichte wird der NAV gestützt auf die Börsenkurse der einzelnen Anlagen jeweils per Monatsende veröffentlicht. Überdies berechnet die MicroValue basierend auf den Schlusskursen der einzelnen Anlagen am letzten vorangegangenen Börsentag täglich den NAV und publiziert ihn auf ihrer Website.

3.1.3.4 Zusammenfassend kann somit festgehalten werden, dass für die Empfänger des Angebots die Transparenz hinsichtlich der Zusammensetzung des Portfolios als Berechnungsgrundlage des NAV und des für den Angebotspreis relevanten NAV durch die regelmässige Veröffentlichung der entsprechenden Informationen gewährleistet ist. Die Prüfstelle, welche die Liquidität des Portfolios zu bestätigen haben wird (vgl. Erw. 3.1.2.2), hat zu kontrollieren, ob die Transparenz in Bezug auf die Zusammensetzung des Portfolios und den NAV der Zielgesellschaft während

des Angebots und bis zur Abwicklung desselben gewährleistet ist. Nach Abwicklung des Angebots hat die Prüfstelle der Übernahmekommission einen Bericht dazu zu erstellen.

3.2 „Abbildung“ der Zusammensetzung des Portfolios

3.2.1 Wie bereits erwähnt soll der Angebotspreis im Rahmen des Umtauschangebots der Anbieterin dem NAV der Inhaberaktie der MicroValue abzüglich des Discounts entsprechen, wobei der NAV kurz vor dem Zeitpunkt des Vollzugs massgebend sein wird (s. Sachverhalt lit. E, Ziff. 3). Im vorliegenden Fall gilt es die Besonderheit zu beachten, dass die Abgeltung des Angebotspreises und somit die Zahlung des NAV der Inhaberaktie der Zielgesellschaft im Zeitpunkt der Abwicklung nicht in der Form einer Barabgeltung, sondern durch Übertragung eines Anteilscheins an einem Anlagefonds erfolgen wird.

3.2.2 Das geschilderte Vorgehen bedingt, dass der zum Umtausch angebotene Anlagefondsanteil im Zeitpunkt des Vollzugs des Angebots den gleichen NAV (abzüglich Discount) aufzuweisen hat, wie eine Inhaberaktie der MicroValue. Zu diesem Zweck werden im Zeitpunkt des Vollzugs sämtliche Anlagen und sonstigen Aktiven unter Abzug der Passiven und des Barbetrags in der Höhe des Discounts der MicroValue auf den Anlagefonds übertragen. Mit anderen Worten wird das Portfolio der MicroValue, mit Ausnahme des Discounts, im Anlagefonds „abgebildet“.

3.2.3 Die Übernahmekommission erachtet ein solches Vorgehen grundsätzlich als zulässig. Allerdings muss gewährleistet werden, dass die „Abbildung“ des jeweiligen Portfolios tatsächlich stattfindet. Aus diesem Grund hat die Prüfstelle, welche die Liquidität des Portfolios zu bestätigen haben wird (vgl. Erw. 3.1.2.2), auch den „Portfolio-Abbildungsprozess“ zu begleiten und zu bestätigen, dass alle aufgrund der von der Vontobel geplanten Transaktionsstruktur vorgesehenen und im Prospekt in Aussicht gestellten Schritte des „Portfolio-Abbildungsprozesses“ unternommen wurden, damit das Portfolio des Anlagefonds dem Portfolio der MicroValue entspricht. Nach Abwicklung des Angebots hat die Prüfstelle der Übernahmekommission einen Bericht dazu zu erstellen.

3.3 Zwischenergebnis

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass vorliegend alle Voraussetzungen erfüllt sind, um den NAV der MicroValue-Aktie abzüglich Discount als Angebotspreis festzulegen.

3.4 Ausnahme von der Pflicht zur Bewertung der zum Umtausch angebotenen Titel

3.4.1 Nach Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK müssen nicht kotierte Beteiligungspapiere oder kotierte Beteiligungspapiere mit einem illiquiden Markt, die zum Tausch angeboten werden oder bei einem vorausgegangenem Erwerb getauscht wurden, von einer Prüfstelle bewertet werden.

3.4.2 Gemäss Art. 43 BEHV-EBK kann die Übernahmekommission im Einvernehmen mit der EBK aus wichtigen Gründen einer Anbieterin in Einzelfällen Ausnahmen von den Regelungen der Art. 37 - 42 BEHV-EBK gewähren.

3.4.3 Die zum Tausch angebotenen Fondsanteile sind nicht an einer Börse kotiert, weshalb – wie oben festgehalten (vgl. Erw. 3.4.1) – grundsätzlich eine Bewertung dieser Beteiligungspapiere durch eine Prüfstelle zu erfolgen hat (vgl. Empfehlung vom 31. August 2006 in Sachen *Acorn Alternative Strategies AG*, Erw. 2.2.4). Eine Ausnahme davon ist restriktiv zu handhaben.

3.4.4 Eine Ausnahme von der Pflicht zur Bewertung der zum Umtausch angebotenen Titel kann unter anderem gewährt werden, wenn kumulativ:

- die Transparenz des Wertes des zum Umtausch angebotenen Titels (und damit indirekt des Angebotspreises) gewährleistet ist. Es kann somit nur dann auf eine Bewertung verzichtet werden, wenn die Anleger auch ohne eine solche genau wissen, was sie für ihre Aktien im Umtausch erhalten. Die Transparenz des Wertes des zum Umtausch angebotenen Titels ist gewährleistet, wenn die Anlagen, in welchen der neu gegründete Anlagefonds investiert ist, ausnahmslos an liquiden Märkten gehandelt werden, der NAV des zum Umtausch angebotenen Titels veröffentlicht wird und die Höhe allfälliger Abschläge sowie die Rücknahmekommission der Fondsanteile bekannt ist.
- die Zusammensetzung des Portfolios im neu gegründeten Anlagefonds gleich ist, wie in der Zielgesellschaft resp. wenn Abweichungen bewertet und offen gelegt werden. Die Zusammensetzung des Portfolios im Anlagefonds ist dann gleich wie in der Zielgesellschaft, wenn alle Aktiven der Zielgesellschaft auf den Anlagefonds übertragen werden. Werden nicht alle Aktiven übertragen, so sind die nicht übertragenen Aktiven zum Stichtag zu bewerten und detailliert offen zu legen.

Nachfolgend ist zu prüfen, ob diese Bedingungen vorliegend erfüllt sind:

3.4.5 Zur Transparenz des Wertes des zum Umtausch angebotenen Titels

3.4.5.1 Das Portfolio von MicroValue besteht ausschliesslich aus kotierten Beteiligungspapieren (vgl. Sachverhalt lit. B). Überdies sind sämtliche Titel an liquiden Märkten gehandelt (vgl. Erw. 3.1.2.2). Da alle Anlagen von MicroValue auf den Anlagefonds übertragen werden und dieser in keinen anderen Anlagen investiert ist, wird das Portfolio des Anlagefonds ebenfalls ausschliesslich aus kotierten und liquiden Beteiligungspapieren bestehen. Eine Inhaberaktie von MicroValue resp. ein Fondsanteil stellt nichts anderes als einen Bruchteil an einem liquiden Portfolio dar. Der Wert des Portfolios von MicroValue resp. dem Anlagefonds kann ohne weiteres durch Multiplikation der Anzahl Aktien der einzelnen Titel mit ihrem Kurs sowie der Addition dieser Zwischenergebnisse berechnet werden.

3.4.5.2 MicroValue berechnet und veröffentlicht den NAV täglich. Der NAV des Anlagefonds wird ebenfalls an jedem Bankgeschäftstag in Luxemburg berechnet und steht am Sitz des Anlagefonds zur Verfügung. Überdies wird der NAV des Anlagefonds in der Schweiz täglich im Schweizerischen Handelsamtsblatt und auf der Swiss Fund Data Plattform publiziert. Der NAV des Anlagefonds gilt somit als veröffentlicht.

3.4.5.3 Allfällige Kosten, welche dem Anlagefonds belastet werden (Verwaltungsgebühren, Kommissionen etc.) sind im Angebotsprospekt offen zu legen. Solche Kosten reduzieren den NAV des Anlagefonds und damit das Vermögen der Anleger. Die Anleger dürfen nicht mit zusätzlichen Kosten konfrontiert werden, die ihnen zum Zeitpunkt der Annahme des Umtauschangebots nicht bekannt waren.

3.4.5.4 Die künftigen Inhaber der Anlagefondsanteile haben jederzeit die Möglichkeit, die Rücknahme ihrer Anteile zu verlangen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass bei einer solchen Rücknahme u.U. sowohl ein Abschlag zum NAV als auch eine Rücknahmekommission in Kauf genommen werden müssen. Da solche Abschläge und Kommissionen je nach Höhe für die Anleger allenfalls erhebliche Wertebussen zur Folge haben können, sind sie transparent und verständ-

lich offen zu legen. Vorliegend kann der Anteilsinhaber seine Anlagefondsanteile bei einer Rücknahme zum NAV, abzüglich einer Rücknahmekommission von maximal 0.3%, jedoch minimal 100 Euro, realisieren. Der Abschlag, den die Anleger aufgrund der Rücknahmekommission auf ihren Anlagefondsanteilen zu tragen haben, ist demzufolge bekannt.

3.4.5.5 Zusammenfassend ist festzuhalten, dass vorliegend die Transparenz des Wertes des zum Umtausch angebotenen Titels grundsätzlich gewährleistet ist. Sämtliche zusätzlichen Kosten gemäss obigen Ausführungen (Verwaltungsgebühren, Kommissionen, Abschläge zum NAV bei einer Rückgabe der Fondsanteile, Rücknahmekommissionen etc.) sind jedoch im Angebotsprospekt transparent und in einer für die Anleger verständlichen Form offen zu legen. Der tatsächliche Wert des zum Umtausch angebotenen Titels muss für die Anleger klar ersichtlich sein.

3.4.6 Zur Gleichheit der Zusammensetzung des Portfolios

Im Zeitpunkt der Abwicklung des Angebots werden sämtliche Anlagen und sonstigen Aktiven zum NAV, unter Abzug der Passiven sowie der liquiden Mittel im Betrag des Discounts, auf den Anlagefonds übertragen (vgl. Sachverhalt lit. E, Ziff. 4). Damit werden die bisherigen Aktionäre der MicroValue am selben Portfolio und Vermögen beteiligt sein, mit Ausnahme der erwähnten liquiden Mittel. Der nicht übertragene Betrag des Discounts ist jedoch mit 3.5% - 4.5% des NAV angegeben und offen gelegt. Er wird im Angebotsprospekt definitiv festgesetzt. Das Kriterium der Gleichheit der Zusammensetzung des Portfolios resp. der Offenlegung der Abweichung ist damit erfüllt.

3.4.7 Schlussfolgerung

Gestützt auf die oben gemachten Erwägungen und im Einvernehmen mit der EBK kann der Gestuchstellerin eine Ausnahme von der Pflicht zur Bewertung der zum Umtausch angebotenen Titel gemäss Art. 42 Abs. 2 i.V.m. Art. 43 BEHV-EBK gewährt werden.

4. Bedingungen

4.1 Ein öffentliches Kauf- bzw. Tauschangebot darf grundsätzlich nur an aufschiebende Bedingungen, die bis zum Ablauf der Angebotsfrist eingetreten sein müssen, geknüpft werden (Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK). Um zulässig zu sein, müssen (aufschiebende) Bedingungen drei Voraussetzungen erfüllen: Erstens müssen die Bedingungen genügend klar formuliert sein, damit am Ende der Angebotsfrist zweifelsfrei feststeht, ob die Bedingung erfüllt ist (Art. 13 Abs. 2 UEV-UEK). Zweitens dürfen Bedingungen nicht potestativer Natur sein, d.h. sie müssen dem ausschliesslichen Einflussbereich der Anbieterin entzogen sein. Falls die Anbieterin aufgrund der Art der aufschiebenden Bedingung einen Beitrag zu deren Eintritt leisten muss, hat sie alle ihr zumutbaren Massnahmen zu ergreifen, damit die Bedingung eintritt (Art. 13 Abs. 1, zweiter Satz UEV-UEK). Schliesslich muss eine Bedingung den Grundsätzen der Lauterkeit und der Transparenz von öffentlichen Kaufangeboten sowie der Gleichbehandlung der Anleger entsprechen (vgl. Art. 1 UEV-UEK).

Ein öffentliches Kauf- bzw. Tauschangebot kann ausnahmsweise auch an auflösende Bedingungen geknüpft werden, die nach Ablauf der Angebotsfrist eintreten. Solche Bedingungen erfordern das Einverständnis der Übernahmekommission (Art. 13 Abs. 4 UEV-UEK), welches grundsätzlich unter der Voraussetzung erteilt wird, dass der Anbieterin aus der Resolutivbedingung Vorteile erwachsen, welche die daraus resultierenden Nachteile für die Angebotsempfänger deutlich zu überwiegen vermögen (vgl. Empfehlung vom 16. April 2003 in Sachen *Smith & Nephew/Centerpulse AG*, Erw. 5).

4.2 Das geplante Angebot von Vontobel soll an die aufschiebende Bedingung geknüpft werden, „dass der Gesuchstellerin bis zum Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist Aktien der MicroValue gültig angedient wurden, welche – unter Einbezug der MicroValue-Aktien, welche die Gesuchstellerin am Ende der Angebotsfrist halten wird, sowie der durch MicroValue gehaltenen eigenen Aktien, welche die Gesuchstellerin von MicroValue kaufen wird – mindestens 90% aller am Ende der Angebotsfrist ausgegebenen MicroValue-Aktien entsprechen.“

Knüpft die Anbieterin ihr Angebot an das Erreichen einer Mindestbeteiligung an der Zielgesellschaft, muss diese Schwelle so festgelegt sein, dass das Zustandekommen des Angebots nicht von vornherein als ausgeschlossen erscheint. Andernfalls würde es nur noch im Belieben der Anbieterin stehen, ein aufgrund der unrealistischen Bedingung von Anfang an zum Scheitern verurteiltes Angebot mittels Verzicht auf die entsprechende Bedingung doch noch zustande kommen zu lassen. Die Bedingung verkäme so zu einer unzulässigen Potestativbedingung im Sinne von Art. 13 Abs. 1 erster Satz UEV-UEK (vgl. Empfehlung vom 31. August 2006 in Sachen *Acorn Alternative Strategies AG*, Erw. 5.2).

Vontobel wird im Rahmen der Transaktion (vgl. Sachverhalt lit. E) 59'390 von der MicroValue gehaltene Inhaberaktien, entsprechend 9.6% des Kapitals (vgl. Sachverhalt lit. A), erwerben. Zu berücksichtigen ist ferner, dass gemäss den Angaben der Vontobel in ihrem Gesuch der Angebotspreis lediglich einen Abschlag von 3.5-4.5% zum NAV aufweisen wird. Im Vergleich dazu betrug der Abschlag des Börsenkurses der MicroValue-Aktie im Durchschnitt der letzten zwölf Monate 11.7%. Per Ende August 2007 betrug er 10.5% und per Ende November 2007 noch 8.6%. Hinzu kommt, dass diejenigen Aktionäre, welche das Angebot der Vontobel annehmen werden, durch das jederzeitige Kündigungsrecht den vollen NAV realisieren können. Die Rücknahme-Kommission, welche dabei zu entrichten ist, beträgt lediglich 0.3%. Die Aktionäre von MicroValue haben somit die Möglichkeit, auf ihrer Anlage einen Kapitalgewinn von ca. 4.1% - 5.1% zu realisieren. Dieser Kapitalgewinn entsteht aus der Differenz des Abschlags des Aktienkurses per Ende November 2007 zum NAV von 8.6% und dem Discount der Anbieterin zum NAV von 3.5% - 4.5%.

Aus diesen Gründen erscheint das Erreichen der vorgesehenen Andienungsschwelle nicht von vornherein als ausgeschlossen. Diese Bedingung ist somit als aufschiebende Bedingung zulässig.

5. Publikation der Empfehlung

Die vorliegende Empfehlung wird in Anwendung von Art. 23 Abs. 3 BEHG am Tag der Publikation des Angebotsprospekts auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.

6. Gebühr

In Anwendung von Art. 23 Abs. 5 BEHG und Art. 62 Abs. 6 UEV-UEK wird für die Prüfung des Gesuchs von Vontobel eine Gebühr von CHF 30'000 erhoben.

* * * * *

Gestützt auf diese Erwägungen erlässt die Übernahmekommission die folgende Empfehlung:

1. Es ist im Rahmen des BEHG vom 24. März 1995 zulässig, im geplanten öffentlichen Umtauschangebot der Vontobel Holding AG, Zürich, für alle sich im Publikum befindlichen Inhaberaktien der MicroValue AG, Zürich, den Angebotspreis durch Tausch gegen Anteilsscheine an einem Anlagefonds nach Luxemburgischem Recht abzugelten, unter Einhaltung der nachstehenden Bedingungen und Auflagen:
 - a. Die Bewilligungen des Anlagefonds durch die Commission de Surveillance du Secteur Financier als Luxemburgische Aufsichtsbehörde sowie die Vertriebsbewilligung der Eidgenössischen Bankenkommision liegen im Zeitpunkt der Publikation des Angebotsprospekts vor.
 - b. Die Prüfstelle gemäss Art. 25 BEHG hat den Portfolio-Abbildungsprozess zu begleiten und zu bestätigen, dass alle aufgrund der von Vontobel Holding AG, Zürich, geplanten Transaktionsstruktur vorgesehenen und im Prospekt in Aussicht gestellten Schritte des „Portfolio-Abbildungsprozesses“ unternommen wurden.
2. Im Rahmen des geplanten Umtauschangebots von Vontobel Holding AG, Zürich, für alle sich im Publikum befindlichen Inhaberaktien von MicroValue AG, Zürich, ist die aufschiebende Bedingung gemäss Erwägung 4.2 zulässig.
3. Der Vontobel Holding AG, Zürich, wird gemäss Art. 43 BEHV-EBK eine Ausnahme von der Pflicht zur Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel im Sinne von Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK gewährt, sofern die Prüfstelle gemäss Art. 25 BEHG die Liquidität des Portfolios gemäss der Erw. 3.1.2.2 bestätigt.
4. Die vorliegende Empfehlung wird am Tag der Publikation des Angebotsprospekts von Vontobel Holding AG, Zürich, auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.
5. Die Gebühr zulasten von Vontobel Holding AG, Zürich, beträgt CHF 30'000.

Der Präsident

Hans Rudolf Widmer

Die Parteien können diese Empfehlung ablehnen, indem sie dies der Übernahmekommission spätestens fünf Börsentage nach Empfang der Empfehlung schriftlich melden. Die Übernahmekommission kann diese Frist verlängern. Sie beginnt bei Benachrichtigung per Telefax zu laufen. Eine Empfehlung, die nicht in der Frist von fünf Börsentagen abgelehnt wird, gilt als von den Parteien genehmigt. Wenn eine Empfehlung abgelehnt, nicht fristgerecht erfüllt oder wenn eine genehmigte Empfehlung missachtet wird, überweist die Übernahmekommission die Sache an die Bankenkommision zur Eröffnung eines Verwaltungsverfahrens.

Mitteilung an:

- MicroValue AG, Zürich, durch ihren Vertreter;
- Vontobel Holding AG, Zürich, durch ihren Vertreter;
- die Eidgenössische Bankenkommision.