

**Bewertungsgutachten im Zusammenhang mit dem öffentlichen
Kaufangebot der MMA Vie SA für die Inhaberaktien
der Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA**

27. Mai 2009



Louis Siegrist
Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 21 31
M +41 58 289 21 31
F +41 58 286 30 25
E louis.siegrist@ch.ey.com

Jvo Grundler
Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 44 02
M +41 58 289 44 02
F +41 58 286 30 04
E jvo.grundler@ch.ey.com

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
Acofi	ACOFI SCA, Paris, Frankreich
Amber	Amber Master Fund SPC, Cayman
Apem	APEM SA, Caussade, Frankreich
Art.	Artikel
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995 (Stand am 1. Januar 2009), SR 954.1
BEHV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-FINMA, BEHV-FINMA) vom 25. Oktober 2008 (Stand am 1. Januar 2009), SR 954.193
CHF	Schweizer Franken
Ernst & Young	Ernst & Young AG, Zürich, Schweiz
Financière Pinault	Financière Pinault SCA
FY08A	Ist-Zahlen gemäss Jahresabschluss per 31.12.2008
Harwanne	Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA, Genf, Schweiz
Ileos	ILEOS SA, Nanterre Cedex, Frankreich
MCHF	Millionen Schweizer Franken
Mio.	Millionen
MMA	MMA Vie SA, Le Mans Cedex, Frankreich
NAV	Net Asset Value
OR-Abschluss	Handelsrechtlicher Abschluss
Serdac	Serdac SA, Genf, Schweiz
SIX	Swiss Exchange
TCHF	Tausend Schweizer Franken
UEK	Übernahmekommission
UEV	Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008, SR 954.195.1

Inhalt

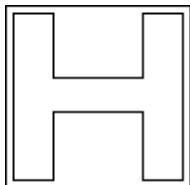
Zusammenfassung	1
<hr/>	
Einleitung	3
<hr/>	
1. Ausgangslage	4
2. Auftrag an Ernst & Young	6
3. Kurzprofil von Harwanne	7
4. Bewertungsvorgehen	9
5. Bewertungsgrundlagen	10
NAV Harvanne	11
<hr/>	
6. NAV Berechnung	12
7. Abschlag des Aktienkurses im Bezug auf den NAV	13
Gesamtbeurteilung	17
<hr/>	
8. Ergebnis des Gutachtens	18

Zusammenfassung

Der von Ernst & Young ermittelte Mindestpreis pro Harwanne-Aktie liegt bei CHF 3.43

Unternehmenslogo

Quelle: Firmenhomepage



Net asset value pro Aktie nach Abschlag von 25%

Währung: CHF'000		per 30.01.2009
Total Vermögenswerte		242'398
Total langfristige Verbindlichkeiten		6'898
Minderheiten		739
Net asset value		234'761
Im Handelsregister eingetragene Aktien		53'000'000
minus: eigene Aktien		1'702'339
Anzahl der sich im Publikum befindenden Aktien		51'297'661
Net asset value pro Aktie vor Abschlag		4.58
Abschlag (in %)		25.0
Net asset value pro Aktie nach Abschlag		3.43

Quelle: Harwanne, Ernst & Young Berechnungen

Zusammenfassung

Ausgangslage und Auftrag

- ▶ Die Harwanne mit Sitz in Genf ist eine an der Schweizer Börse kotierte Beteiligungsgesellschaft.
- ▶ MMA erwarb am 27. bzw. 28. Januar 2009 insgesamt 11'383'200 Harwanne-Aktien von Assurances Générales de France Vie, 7'507'082 Harwanne-Aktien von Financière Pinault und 3'576'525 Harwanne-Aktien von den Erben von Herrn Siret zu einem Preis von CHF 3.45 pro Aktie.
- ▶ Folglich überschritt MMA Vie SA (MMA) die Schwelle von 33.33% der Stimmrechte der Harwanne und wurde somit im Sinne von Art. 22 ff. BEHG verpflichtet, den übrigen Aktionären ein öffentliches Angebot zu unterbreiten.
- ▶ Am 30. Januar 2009 veröffentlichte MMA die Voranmeldung eines öffentlichen Übernahmeangebots an die Aktionäre von Harwanne zu einem Preis von CHF 2.60 je Aktie.
- ▶ Am 26. Februar 2009 entschied die UEK, dass der Handel der Aktien von Harwanne nicht liquid sei. Gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA ist im Falle unzureichender Liquidität die Festsetzung des Angebotspreises je Harwanne-Aktie auf eine Bewertung einer Prüfstelle abzustützen.
- ▶ Am 14. April 2009 vereinbarte MMA mit Amber, die 5'615'500 von Amber gehaltenen Harwanne-Aktien zu einem Preis von CHF 3.45 pro Aktie zu erwerben (Transaktionsmeldung vom 15. April 2009).
- ▶ Aufgrund der Best Price Rule Art. 10 Abs. 1 der UEV bot MMA in einer Pressemitteilung allen Angebotsempfängern einen Preis von CHF 3.45 pro Harwanne-Aktie an. Die entsprechende Angebotsänderung veröffentlichte MMA am 17. April 2009 in den Medien.
- ▶ MMA hat Ernst & Young mit der Bewertung der Harwanne und damit des Wertes einer Aktie von Harwanne per 30. Januar 2009 beauftragt.

Ergebnis des Gutachtens

- ▶ Basierend auf den von uns ausgeführten Analysen und Bewertungsüberlegungen ergibt sich ein Mindestwert für eine Aktie von Harwanne in Höhe von CHF 3.43. Unsere Bewertungsüberlegungen stützten sich vorwiegend auf den NAV-Wert per 30. Januar 2009 je Aktie von 4.58 vor Berücksichtigung eines Abschlages von 25%. Das Kaufangebot seitens MMA von CHF 3.45 pro Aktie liegt über dem von uns ermittelten Mindestpreis.

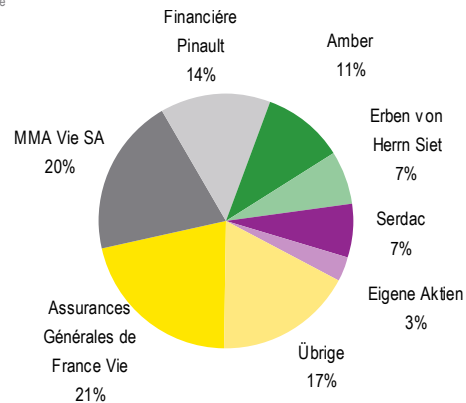
Einleitung

1. Ausgangslage
2. Auftrag an Ernst & Young
3. Kurzprofil von Harwanne
4. Bewertungsvorgehen
5. Bewertungsgrundlagen

Ausgangslage

Aktionariat von Harwanne vor Publikation des Übernahmeangebotes

Quelle: Harwanne



Ausgangslage

- ▶ Das Aktionariat von Harwanne setzte sich per 26. Januar 2009 wie folgt zusammen:
 - Assurances Generales de France Vie SA: 21.48%
 - MMA: 20.14%
 - Financière Pinault: 14.16%
 - Amber: 10.60%
 - Erben von Herrn Siret: 6.63%
 - Serdac: 6.61%
 - Eigene Aktien Harwanne: 3.21%
 - Übrige: 17.17%
- ▶ MMA erwarb am 27. bzw. 28. Januar 2009 insgesamt 11'383'200 Harwanne-Aktien von Assurances Générales de France Vie, 7'507'082 Harwanne-Aktien von Financière Pinault und 3'576'525 Harwanne-Aktien von den Erben von Herrn Siret zu einem Preis von CHF 3.45 pro Aktie. Damit überschritt MMA die Schwelle von 33.33% der Stimmrechte und wurde somit im Sinne von Art. 22 ff. BEHG verpflichtet, den übrigen Aktionären ein öffentliches Angebot zu unterbreiten (SIX-Meldung vom 29. Januar 2009).
- ▶ Am 30. Januar 2009 veröffentlichte MMA die Voranmeldung eines öffentlichen Übernahmeangebots an die Aktionäre von Harwanne zu einem Preis von CHF 2.60 je Aktie.
- ▶ Am 26. Februar 2009 entschied die UEK, dass die Aktien von Harwanne nicht liquid seien. Gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA ist im Falle unzureichender Liquidität die Festsetzung des Angebotspreises je Harwanne-Aktie auf eine Bewertung einer Prüfstelle abzustützen.

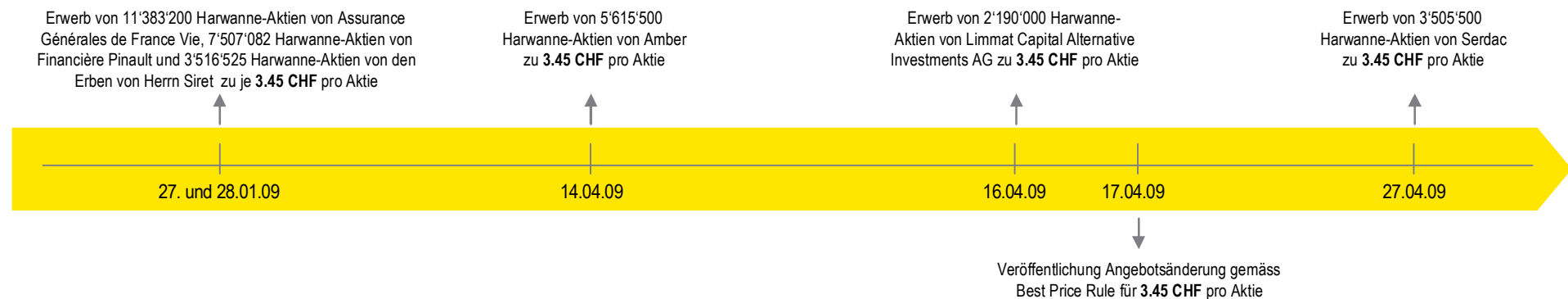
Ausgangslage

Transaktionen

Folgende Transaktionen fanden im April 2009 statt:

- ▶ Am 14. April 2009 vereinbarte MMA mit Amber, die 5'615'500 von Amber gehaltenen Harwanne-Aktien zu einem Preis von CHF 3.45 pro Aktie zu erwerben (Transaktionsmeldung vom 15. April 2009).
- ▶ Aufgrund der Best Price Rule (Art. 10 Abs. 1 UEV) bot MMA in einer Pressemitteilung allen Angebots-empfängern einen Preis von CHF 3.45 pro Harwanne-Aktie an, wozu sie durch den Kauf der Beteiligung von Amber verpflichtet war. Die entsprechende Angebotsänderung veröffentlichte MMA am 17. April 2009 in den Medien.
- ▶ Am 16. April 2009 vereinbarte MMA mit Limmat Capital Alternative Investments AG, deren Beteiligung von 2'190'000 Harwanne-Aktien zu einem Preis von CHF 3.45 pro Aktie zu erwerben (Transaktionsmeldung vom 17. April 2009).
- ▶ Am 27. April 2009 vereinbarte MMA mit Serdac, der letzten Einsprecherin, deren Beteiligung von 3'505'500 Harwanne-Aktien ebenfalls zu einem Preis von CHF 3.45 pro Aktie bedingungslos zu erwerben (Transaktionsmeldung vom 28. April 2009).
- ▶ Des Weiteren erwarb MMA an der Börse weitere Harwanne-Aktien in einer Preisbandbreite von CHF 3.42 bis CHF 3.45. Am 15. Mai 2009 hält MMA 89.19% an Harwanne.

Zeitlicher Verlauf der stattgefundenen Transaktionen



Auftrag an Ernst & Young: Erstellung eines Bewertungsgutachtens gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA

Auftrag an Ernst & Young

- ▶ Die MMA hat Ernst & Young als Prüfstelle mit der Erstellung der Bewertung einer Inhaberaktie der Harwanne mit Nennwert von CHF 1 im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA beauftragt. Dieses Gutachten darf nur in Zusammenhang mit diesem Bericht veröffentlicht und nicht für sonstige Zwecke verwendet werden.
- ▶ Das Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Des Weiteren enthält es keine Beurteilung der folgenden Punkte:
 - Eine Einschätzung über die Auswirkungen, welche der Entscheid einer Annahme oder Ablehnung ergeben kann.
 - Eine Einschätzung des künftigen Werts einer Harwanne-Aktie und des Preises, zu welchem im Kaufangebot nicht angediente Harwanne-Aktien zukünftig gehandelt werden können.

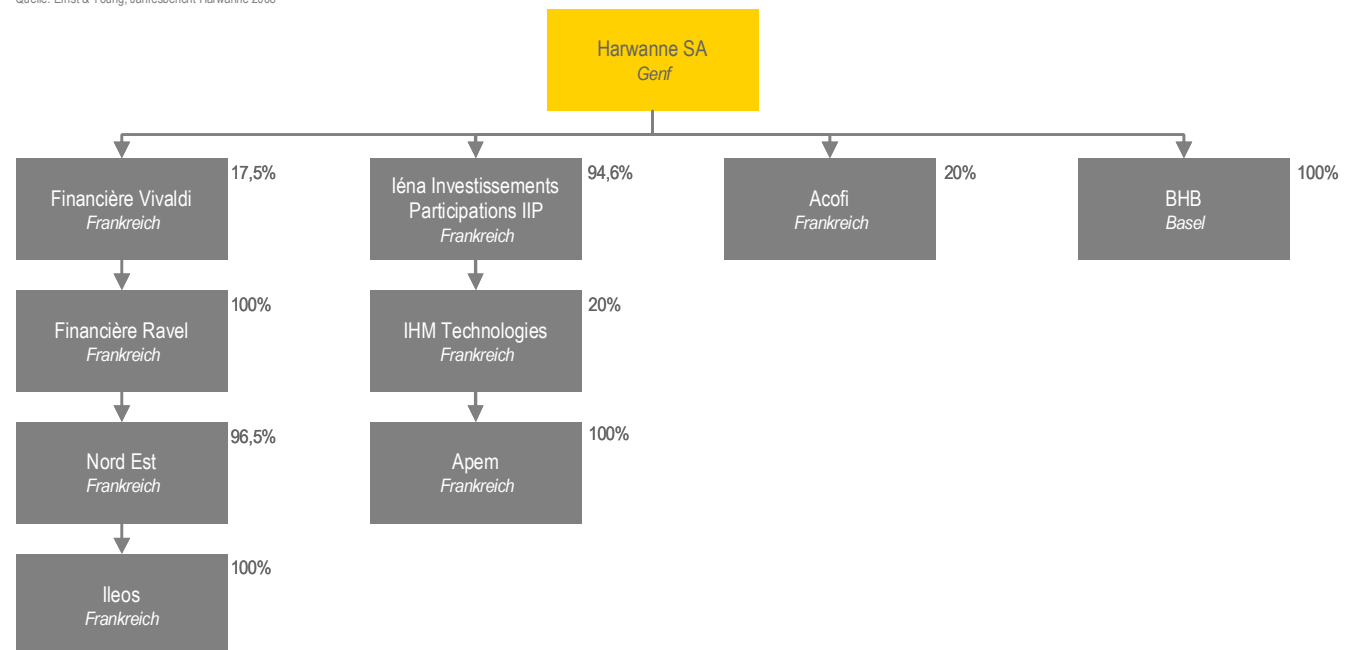
Kurzprofil von Harwanne

Kurzprofil von Harwanne

- ▶ Harwanne wurde durch Bernard Siret 1982 gegründet und investierte in der Folge in verschiedene Industrie-, Handels- und Dienstleistungsbetriebe. Ab 2000, d.h. nach dem Tode von Herrn Siret, nahm Harwanne keine bedeutenden Investitionen mehr vor. Vielmehr wurden in jüngster Zeit die meisten Beteiligungen verkauft.
- ▶ Per Ende 2008 hält Harwanne konsolidiert betrachtet hauptsächlich noch flüssige Mittel (82.4% der Bilanzsumme) sowie indirekt oder direkt drei Minderheitsbeteiligungen an den operativ tätigen Unternehmen Ileos, Apem und Acofi (17.3% der Bilanzsumme von Harwanne).

Organigramm Harwanne

Quelle: Ernst & Young; Jahresbericht Harwanne 2008



Kurzprofil von Harwanne

Die Harwanne hält direkt oder indirekt folgende Minderheitsbeteiligungen:

Ileos

- ▶ Bei Ileos handelt es sich um eine Herstellerin von Faltboxen für Gesundheits-, Parfüm- und Kosmetikprodukte. Zudem bietet Ileos Lösungen im Bereich Verschlusstechnik, Verkaufsddisplay, Produktproben und Broschürendruck an.
- ▶ Sie hat ihren Hauptsitz in Nanterre Cedex, Frankreich.

Apem

- ▶ Apem entwirft, entwickelt, fertigt und verkauft professionelle Schalter und Tastaturen an Kunden in der Elektronik-, Telekommunikations-, Automobil-, Labortechnik-, Medizinelektronik- und Computerindustrie.
- ▶ Sie hat ihren Sitz in Caussade, Frankreich, und erwirtschaftet zwei Drittel ihres Umsatzes in Exportmärkten.

Acofi

- ▶ Bei der dritten Minderheitsbeteiligung handelt es sich um Acofi, einem Finanzdienstleister, spezialisiert auf Fondmanagement.
- ▶ Acofi hat ihren Hauptsitz in Paris, Frankreich.

Bewertungsvorgehen

Bewertungsvorgehen

- ▶ Harwanne ist eine geschlossene Investmentgesellschaft. Geschlossen bedeutet, dass Investitionen in die Gesellschaft in der Regel während eines Platzierungszeitraumes erfolgen und die Rückgabe von Aktien oder Anteilen nicht möglich ist.
- ▶ Investmentgesellschaften werden üblicherweise auf der Basis ihres NAV bewertet.
- ▶ Der NAV bestimmt sich dabei als Differenz aus sämtlichen Aktiven abzüglich Verbindlichkeiten. Anschliessend wird der NAV durch die Anzahl ausstehende Aktien geteilt. Nach Abzug eines Abschlages vom NAV je Harwanne-Aktie resultiert der Wert je Harwanne-Aktie.
- ▶ Als Bewertungszeitpunkt der Harwanne-Aktie wurde der 30. Januar 2009, das Datum der Veröffentlichung der Voranmeldung, bestimmt.
- ▶ Das Datum der Bewertung ist insofern relevant, als dass im Rahmen der angewandten NAV-Methode der Bestand der flüssigen Mittel per 30. Januar 2009 berücksichtigt wurde.
- ▶ Die übrigen Bilanzpositionen basieren auf dem Stand vom 31. Dezember 2008, da gemäss Informationen von Harwanne bis zum Bewertungszeitpunkt keine wesentlichen Veränderungen eingetreten sind.
- ▶ Die vorliegenden Bewertungsüberlegungen wurden von Ernst & Young aus der Betrachtungsweise aller Publikumsaktionäre erstellt. Individuelle steuerliche und andere Effekte als Folge einer Annahme des Kaufangebotes auf Seiten der Aktionäre wurden in dieser Analyse nicht berücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der Vielzahl der unterschiedlichen Voraussetzungen der Aktionäre nicht möglich.

Bewertungsgrundlagen

Übersicht der verwendeten Informationen

Quelle: diverse

Geschäftsbericht und Halbjahresbericht 2004-2008 der Harwanne
(www.harwanne.ch)

Bestand Flüssige Mittel per 30. Januar 2009

Erfolgsrechnung und Bilanz 2007 und 2008 der Financière Vivaldi, France

Businessplan der Ileos

Jahresbericht der Iéna Investissements Participations IIP, France an den Verwaltungsrat

Jahresbericht 2008 der Acofi, France

„Attestation d'équité“ von Harwanne vom 30. April 2008 verfasst durch Sal. Oppenheim

Ibbotson Associates, Market results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926 - 2007
Yearbook 2008, Morningstar

Ibbotson Cost of Capital Yearbook 2008, Morningstar

Langfristige Kapitalmarktanalyse von Pictet "The Performance of Shares and Bonds in
Switzerland", Januar 2008

Zusätzliche Marktinformationen (z.B. Bloomberg; Onesource; Globalinsight; Capital IQ)

Allgemeine Bewertungsgrundlagen

- ▶ Die allgemeinen Grundlagen für das Bewertungsgutachten bilden einerseits öffentlich zugängliche Informationen, andererseits historische Finanzdaten. Unsere Bewertungsüberlegungen basieren vorwiegend auf:
 - dem Jahresbericht der Harwanne für die Geschäftsjahre 2004-2008
 - dem Bestand der Flüssigen Mittel per 30. Januar 2009
 - Unterlagen zu den Minderheitsbeteiligungen Ileos, Apem und Acofi
 - öffentlich zugänglichen Informationen
- ▶ Zukunftsgerichtete Finanzplandaten, welche das Management der Harwanne erstellt hat, lagen nur für die Minderheitsbeteiligung Ileos vor.
- ▶ Zusätzlich wurde uns Gelegenheit gegeben, Fragen zu obigen Dokumenten mit Herrn Lapierre (Management der MMA und Verwaltungsrat Harwanne) und Herrn Keller (CFO Harwanne) zu besprechen.
- ▶ Ernst & Young setzt generell die Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen voraus und verlässt sich auf die plausibilisierten Aussagen von den Vertretern von MMA und Harwanne.

NAV Harvanne

6. NAV Berechnung
7. Abschlag des Aktienkurses im Bezug auf den NAV

Der NAV beträgt per 30. Januar 2009 CHF 4.58 je Harwanne-Aktie

Herleitung des NAV pro Aktie per 30. Januar 2009

Währung: CHF'000	FY08A	30.01.2009
Geldbestand	200'888	199'798
Kurzfristige Finanzanlagen	96	96
Übriges Umlaufvermögen	580	580
Latenter Steueranspruch	36	36
Langfristige Finanzanlagen	41'883	41'883
Goodwill	5	5
Total Vermögenswerte	243'488	242'398
Kurzfristige Rückstellungen	200	200
Übriges kurzfristiges Fremdkapital	1'265	1'265
Latente Steuerverpflichtung	-	-
Langfristige Rückstellungen	5'433	5'433
Langfristige Verbindlichkeiten	5'433	5'433
Total langfristige Verbindlichkeiten	6'898	6'898
Minderheiten	739	739
Net Asset Value (NAV)	235'851	234'761
Im Handelsregister eingetragene Aktien	53'000'000	53'000'000
minus: eigene Aktien	1'317'026	1'702'339
Anzahl der sich im Publikum befindenden Aktien	51'682'974	51'297'661
NAV pro Aktie	4.56	4.58

Quelle: Harwanne, Ernst & Young Berechnungen

NAV Berechnung

- ▶ Der NAV von Harwanne wurde basierend auf der Jahresrechnung 2008 berechnet. Dieser beläuft sich per 31. Dezember 2008 auf MCHF 235'851 bzw. CHF 4.56 pro Aktie.
- ▶ Der Bewertungsprozess entspricht dem in dieser Industrie üblichen Ansatz zur Berechnung eines NAV.
- ▶ Für die Bewertung des Anlageportfolios per 30. Januar 2009 führte Ernst & Young eigenständige Berechnungen durch. Dabei, basierend auf den genannten Unterlagen, wurde folgendes Vorgehen gewählt:
 - Die Angabe über den Bestand der liquiden Mittel wurde von Harwanne ungeprüft übernommen.
 - Die drei Minderheitsbeteiligungen Ileos, Apem und Acofi wurden mit den Buchwerten in die NAV Berechnung einbezogen. Zur Plausibilisierung des Buchwertes wurden eigene Wertüberlegungen basierend auf Market Multiple, Ertragswert und Substanzwert durchgeführt. Basierend auf unseren Analysen liegt der Wert der Minderheitsbeteiligungen nicht über dem Buchwert der langfristigen Finanzanlagen von MCHF 41.9.
 - Die wertmässig im Verhältnis zum Gesamtportfolio unbedeutenden kurzfristigen Finanzanlagen, übriges Umlaufvermögen, latente Steueranspruch, Goodwill, kurzfristige Rückstellungen, übriges kurzfristiges Fremdkapital und langfristige Rückstellungen wurden aus der geprüften Jahresrechnung per 31. Dezember 2008 übernommen.
 - Harwanne verfügt über eigene Aktien, welche von den gemäss Handelsregister eingetragenen Aktien in Abzug gebracht wurden.

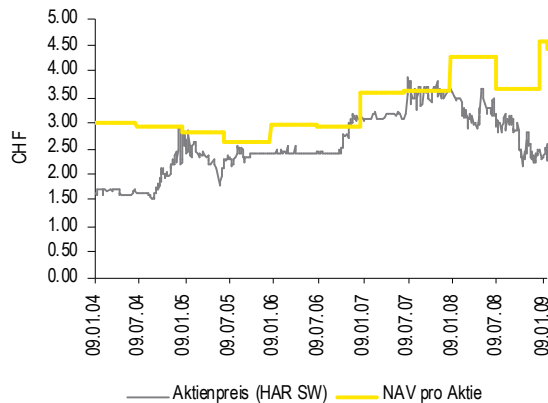
Schlussfolgerung

Aufgrund der vorstehenden Grundlagen berechnete Ernst & Young den NAV von Harwanne auf MCHF 234.8 oder CHF 4.58 je Aktie per 30. Januar 2009.

Erklärungsansätze für NAV Abschlüsse sind u.a. Verwaltungskosten, Steuereffekte, insb. mögliche Liquidationssteuern und Minderheitsabschlüsse

Vergleich des Aktienpreises mit dem NAV pro Aktie von Harwanne

Quelle: Ernst & Young Berechnungen; Jahresabschluss Harwanne



Abschlüsse des Aktienkurs im Bezug auf den NAV von kotierten Unternehmen

- ▶ Beteiligungsgesellschaften werden in der Regel zu einem Abschlag im Bezug auf den NAV gehandelt. Der Abschlag hat nichts mit der Berechnung des NAV als solchem zu tun, sondern bezieht sich nur auf die Differenz zwischen NAV und Aktienkurs. Diese Anomalie wird in der Forschung als "Closed end fund puzzle" bezeichnet. Die Theorie versucht mit unterschiedlichen Erklärungsansätzen solche Abschlüsse gegenüber dem NAV zu erklären.
- ▶ Eine Übersicht von verschiedenen Studien ist bei Dimson/Minio-Kozerski (1999) zu finden. Die auch für Harwanne zutreffenden Erklärungsansätze für Abschlüsse dieser Studie werden folgend erwähnt:
 - Minderheitsabschlag: Der Abschlag wird durch fehlende Kontrolle über die künftige Unternehmensstrategie und -entscheide begründet.
 - Steuereffekte: Der Abschlag begründet sich durch steuerliche Folgen beispielsweise im Falle einer Liquidation.
 - „Agency“ Kosten: Der Abschlag wird einerseits durch zukünftige Verwaltungskosten und andererseits durch unzureichenden Mehrwert des Fondsmanagers begründet.
 - Liquidität: Der Abschlag wird durch fehlende oder schlechte Marktgängigkeit begründet.

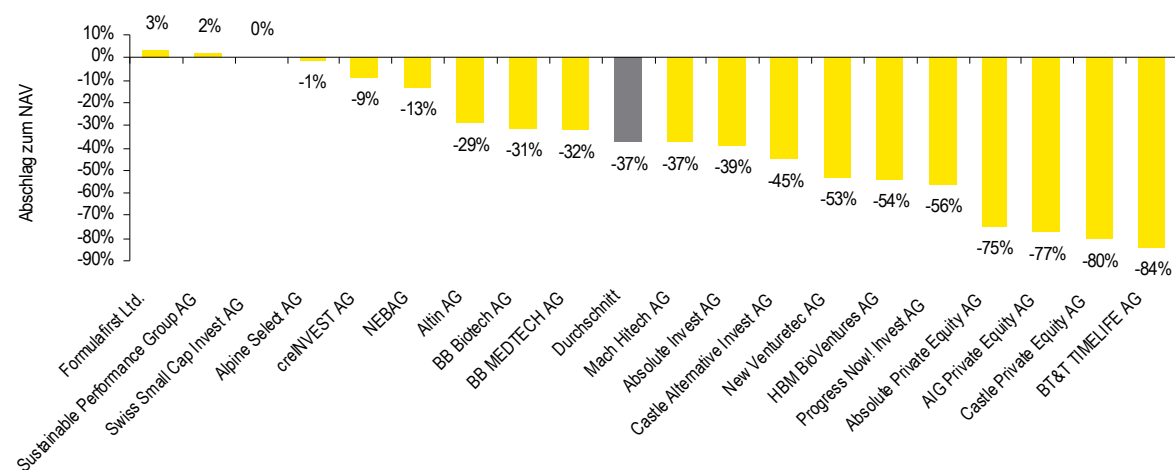
Der Durchschnitt des NAV-Abschlages von vergleichbaren Gesellschaften beträgt 37%

Vergleich des NAV-Abschlages von Beteiligungsgesellschaften

- Der ungewichtete wie auch der nach Marktwert gewichtete Durchschnitt der Abschläge geschlossener Investmentgesellschaften wurde mit 37% ermittelt. In dieser Grafik wird unter anderem ersichtlich, dass Private Equity Gesellschaften einen höheren Abschlag aufweisen als Investmentgesellschaften, welche mehrheitlich in kotierte Gesellschaften investieren.

Auswahl vergleichbarer Beteiligungsgesellschaften

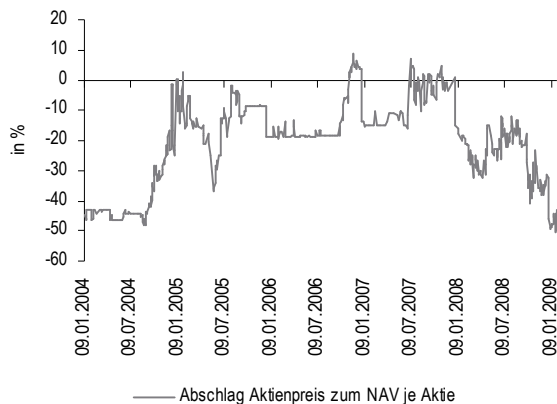
Quelle: Bloomberg (Berechnung der Abschläge möglichst nahe am Bewertungszeitpunkt)



Die Durchschnittsabschläge des Aktienkurses seit 2004 im Bezug auf den NAV von Harwanne bewegen sich zwischen 16.3% und 37.6%

Historischer Abschlag zum NAV

Quelle: Jahresabschluss Harwanne, Bloomberg, Ernst & Young Berechnungen

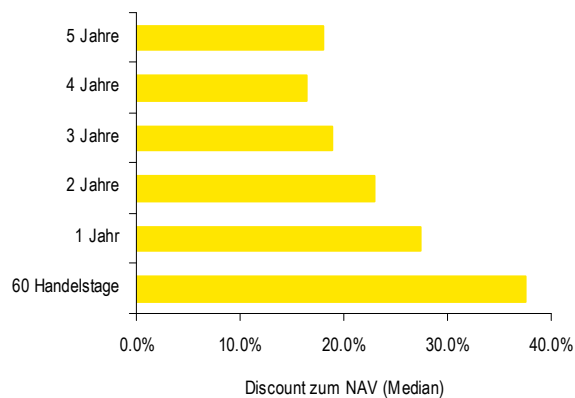


Abschlag auf den Aktienkurs in Bezug auf den NAV von Harwanne seit 2004

- ▶ Die nebenstehende Abbildung zeigt die Abschläge des Aktienkurses der Harwanne-Aktien in Bezug auf den NAV per Ende 2003 - 2008. Die jeweiligen NAV der Harwanne wurden ohne Anpassungen aus dem Geschäftsabschluss des jeweiligen Jahres übernommen.
- ▶ Die Abbildung links unten zeigt die durchschnittlichen NAV-Abschläge (Medianwerte) basierend auf den letzten 60 Handelstagen sowie einem, zwei, drei, vier und fünf Jahren vor dem 30. Januar 2009.
- ▶ Seit 2004 betrug der Abschlag des Aktienkurses in Bezug auf den NAV zwischen -50.3% und +8.8%.
- ▶ Die Durchschnittsabschläge des Aktienkurses in Bezug auf den NAV von Harwanne bewegen sich zwischen minimal 16.3% (4 Jahre) und maximal 37.6% (60 Handelstage).

Durchschnittsabschläge mit unterschiedlicher Dauer (Medianwerte)

Quelle: Jahresabschluss Harwanne, Bloomberg, Ernst & Young Berechnungen



Der Abschlag auf den NAV von Harwanne wird bei 25% festgelegt

Festlegung des NAV Abschlages

- ▶ Harwanne verfügt über einen hohen Geldbestand. Über 80% des Bruttovermögens wird in flüssigen Mitteln gehalten. Die theoretischen Erklärungsansätze für einen Abschlag, insbesondere der Minderheitsabschlag und die Steuereffekte, gelten auch für Investitionsgesellschaften, die über hohe Geldbestände verfügen. Ein hoher Bestand an flüssigen Mitteln spricht für einen Abschlag in vergleichbarer Höhe zu Investitionsgesellschaften, die in kotierte liquide Titel investiert sind.
- ▶ Die langfristigen Finanzanlagen, welche rund 17.3% des Bruttovermögens ausmachen, bestehen aus Minderheitsbeteiligungen an nicht kotierten Gesellschaften, die Bewertungsunsicherheiten unterliegen. Dies spricht für einen Abschlag in vergleichbarer Höhe zu Private Equity Gesellschaften.
- ▶ Der Marktdurchschnitt der Abschläge aller vergleichbaren geschlossenen Investmentgesellschaften beträgt 37%.
- ▶ Die effektiven Abschläge des Aktienkurses von Harwanne seit 2004 liegen zwischen 50.3% und einem Zuschlag von 8.8%. Der Abschlag im Zeitpunkt der Voranmeldung lag bei 43%.
- ▶ Unter Berücksichtigung dieser Feststellungen, insbesondere des hohen Geldbestandes von Harwanne, legen wir den Abschlag auf 25% fest. Der Abschlag liegt somit unter dem Durchschnitt der Vergleichsgruppe, berücksichtigt aber die theoretischen Erklärungsansätze für einen Abschlag und die Investitionen in die Finanzanlagen.

Schlussfolgerung

Unter Berücksichtigung der dargestellten Feststellungen legt Ernst & Young den im Rahmen der Bewertung anzuwendenden Abschlag mit 25% fest.

Gesamtbeurteilung

8. Ergebnis des Gutachtens

Basierend auf den durchgeführten Bewertungsüberlegungen ergibt sich ein Mindestpreis von CHF 3.43 je Harwanne Aktie

Ergebnis des Gutachtens

- ▶ Ernst & Young legt einen Mindestpreis von CHF 3.43 CHF je Inhaberaktie der Harwanne fest. Dieser resultiert aus dem NAV-Wert von CHF 4.58 je Aktie abzüglich des von Ernst & Young festgelegten NAV-Abschlages von 25%.
- ▶ Der im Rahmen der Bewertung angewendete Abschlag der Harwanne Inhaberaktien von 25% bezogen auf den von Ernst & Young ermittelten NAV zum 30. Januar 2009 liegt in der Bandbreite der effektiven Abschlüsse des Aktienkurses von Harwanne seit 2004 (von -50.3% und +8.8%) und ist tiefer als der Marktdurchschnitt vergleichbarer geschlossener Investmentgesellschaften (-37%). Letzterer scheint in Anbetracht des hohen Geldbestandes von Harwanne als angemessen.
- ▶ Gemäss öffentlichen Transaktionsmeldungen und zusätzlichen Informationen von Harwanne erwarb MMA 90.09% (36'595'180 Aktien) der frei verfügbaren Harwanne Aktien von 40'622'661 (=Anzahl Aktien gemäss Handelsregister von 53'000'000 abzüglich 10'675'000 Aktien von MMA vor Angebot abzüglich 1'702'339 eigene Aktien von Harwanne) in einer Preisbandbreite von CHF 3.42 bis CHF 3.45. Diese Markttransaktionen seit Anfang 2009 stützen den von Ernst & Young festgelegten Mindestpreis von CHF 3.43.

Zürich, 27. Mai 2009

Ernst & Young AG



Louis Siegrist

Partner



Jvo Grundler

Partner

Schlussfolgerung

Ernst & Young hält einen Mindestpreis von CHF 3.43 je Harwanne-Aktie für angemessen.