

## Fairness Opinion Growth Value Opportunities SA

16. Juni 2008

 **ERNST & YOUNG**

*Quality In Everything We Do*

**Louis Siegrist**

Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 2131  
M +41 58 289 2131  
F +41 58 286 3025  
E [louis.siegrist@ch.ey.com](mailto:louis.siegrist@ch.ey.com)

**Jürg Stucker**

Senior Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 3034  
M +41 58 289 3034  
F +41 58 286 3025  
E [juerg.stucker@ch.ey.com](mailto:juerg.stucker@ch.ey.com)

**Marc Reinhardt**

Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 4289  
M +41 58 289 4289  
F +41 58 286 3025  
E [marc.reinhardt@ch.ey.com](mailto:marc.reinhardt@ch.ey.com)

**Thomas Fugmann**

Manager

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 4542  
M +41 58 289 4542  
F +41 58 286 3025  
E [thomas.fugmann@ch.ey.com](mailto:thomas.fugmann@ch.ey.com)

## Abkürzungen / Erläuterungen

<b>Abschlag</b>	Differenz zwischen Net Asset Value und Aktienkurs in Prozent des Net Asset Value
<b>bzw.</b>	Beziehungsweise
<b>Call Option</b>	Kaufoption
<b>CHF</b>	Schweizer Franken
<b>CIS</b>	Commonwealth of Independent States
<b>ENR</b>	ENR Russia Invest SA
<b>EY</b>	Ernst & Young AG
<b>GRO</b>	Growth Value Opportunities SA / die Gesellschaft
<b>GUS</b>	Gemeinschaft unabhängiger Staaten
<b>GVO</b>	Georg von Opel
<b>IRDSC</b>	Inter-Regional Distribution Service Company
<b>MCHF</b>	Millionen Schweizer Franken
<b>NAV</b>	Net Asset Value (Netto-Inventarwert)
<b>Paramount</b>	Paramount-Finanz AG
<b>Real Estate</b>	Immobilienanlagen
<b>SWX</b>	Swiss Exchange AG (Schweizer Börse)
<b>Unverwässerter NAV</b>	NAV vor Umwandlung sämtlicher ausstehender Wandelanleihen in dritter Hand und vor Dividende
<b>Verwässerter NAV</b>	NAV nach Umwandlung sämtlicher ausstehender Wandelanleihen in dritter Hand und vor Dividende
<b>Verwässerter NAV nach Dividende</b>	Verwässerter NAV um die erwartete Dividendenzahlung vom 24. Juni 2008 bereinigt

# Inhaltsverzeichnis

## Einleitung

---

1. Ausgangslage .....	2
2. Auftrag .....	5
3. Beurteilungsvorgehen .....	6
4. Beurteilungsgrundlagen.....	7

## Growth Value Opportunities SA im Überblick

---

5. Portfoliozusammensetzung .....	9
6. NAV Berechnungen.....	11
7. Weitere Berücksichtigungen .....	13

## Vergleich branchenspezifischer NAV Abschläge

---

8. Ähnliche kotierte Gesellschaften.....	16
9. Ähnliche Transaktionen.....	18

## Vergleich möglicher Alternativen aus Sicht der Aktionäre von GRO

---

10. Verkauf der Aktien über die Börse während der Angebotsfrist.....	22
11. Liquidation der Gesellschaft und Auszahlung des Liquidationserlöses .....	24
12. Ablehnung des Kaufangebotes in Erwartung einer Verringerung des Abschlages .....	25
13. Zusammenfassung der Alternativen .....	26

## Ergebnis der Fairness Opinion

---

14. Gesamtbeurteilung.....	28
----------------------------	----

## Einleitung

---

1. Ausgangslage
2. Auftrag
3. Beurteilungsvorgehen
4. Beurteilungsgrundlagen

## Ausgangslage

Growth Value Opportunities SA („GRO“ oder die „Gesellschaft“) ist eine Investmentgesellschaft mit Sitz in Genf und einer Börsenkapitalisierung von MCHF 362.7 per 10. Juni 2008. GRO wurde im Jahr 1994 unter dem Namen Eastern Natural Resources SA gegründet. Der ursprüngliche Schwerpunkt auf Rohstoffe wurde später erweitert und die Firma in ENR Russia Invest SA („ENR“) geändert. Der geographische Fokus umfasste Anlagen in Unternehmen in Russland, im Commonwealth of Independent States (CIS) und in den baltischen Staaten. Im zweiten Halbjahr 2007 wurde das Unternehmen reorganisiert. Einerseits wurde die ENR in Growth Value Opportunities SA umfirmiert, andererseits wurden mittels Anpassung der Anlagerichtlinien globale Anlagen ermöglicht. Die Gesellschaft ist seit dem 15. Dezember 1995 an der SWX Swiss Exchange („SWX“) kotiert. Bis November 2007 wurde der Titel unter dem Symbol ENR gehandelt. Seit November 2007 wird GRO unter dem Symbol GRO I gehandelt.

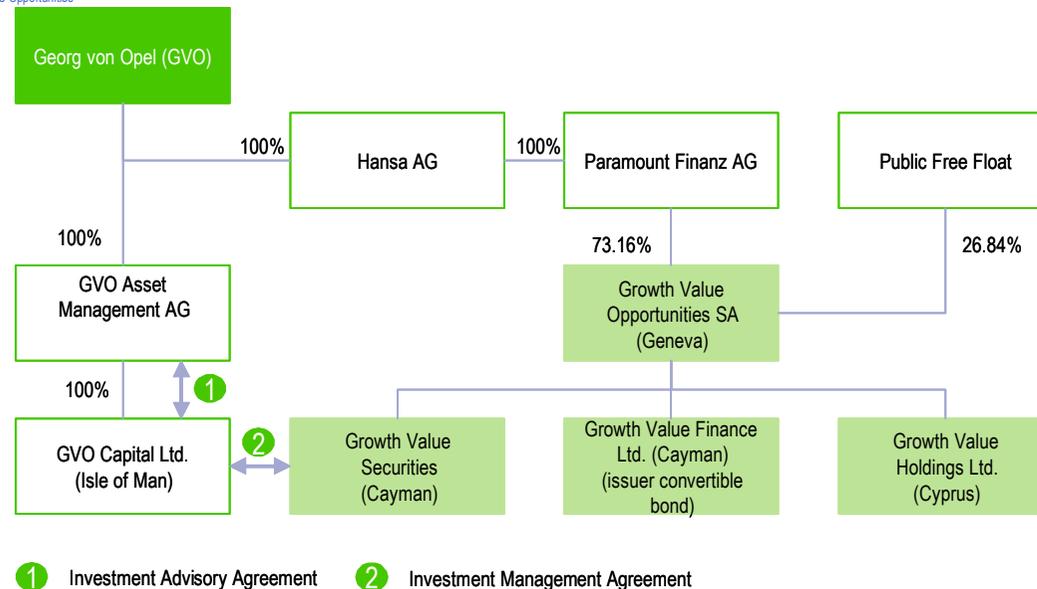
GRO hat das Ziel, durch die Implementierung einer Absolute Return Strategie mit der Ausrichtung auf unterbewertete Firmen, Industrien und Regionen positive Erträge zu erwirtschaften. GRO's Anlagestrategie wird durch GVO Capital Limited, Isle of Man, eine 100%-ige Tochtergesellschaft der GVO Asset Management AG, Neuhausen am Rheinfall, umgesetzt. Die Rechnungslegung der Gesellschaft erfolgt in Schweizer Franken (CHF).

Per Bewertungsstichtag 10. Juni 2008 hält die Paramount-Finanz AG („Paramount“), eine 100%-ige Tochtergesellschaft der Hansa Aktiengesellschaft mit Sitz in Baar (Kanton Zug), 73.16% der Anteile an GRO. Hansa Aktiengesellschaft wiederum wird zu 100% von Georg von Opel kontrolliert. Die nachfolgende Grafik zeigt die vereinfachten Besitzverhältnisse der Gesellschaft per 10. Juni 2008 auf.

# Ausgangslage

## Vereinfachte Darstellung der Besitzverhältnisse von Growth Value Opportunities SA

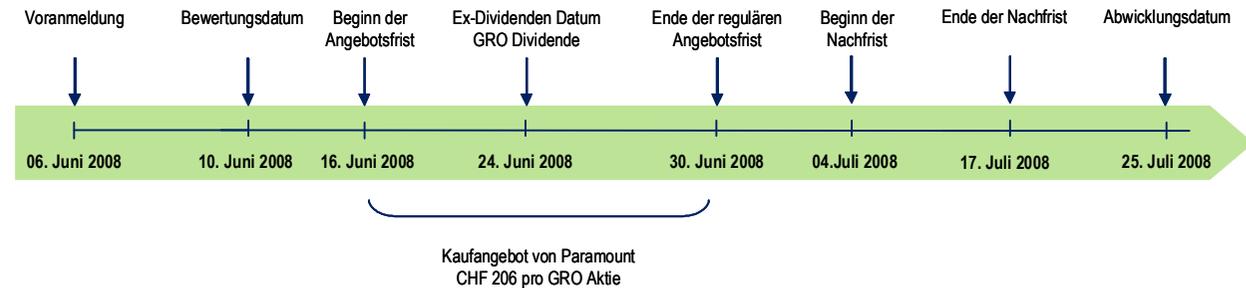
Quelle: Growth Value Opportunities



Paramount wird den Minderheitsaktionären von GRO ein öffentliches Kaufangebot (das „Angebot“) für alle ausstehenden Inhaberaktien der GRO zu einem Preis von CHF 206 je Inhaberaktie unterbreiten. Das Angebot wird zwischen dem 16. Juni und dem 30. Juni 2008 laufen, mit optionaler Verlängerung von bis zu 40 Börsentagen. Sofern das Angebot zustande kommt, läuft eine Nachfrist von zehn Börsentagen, während der die Aktionäre ein Recht zur nachträglichen Annahme des Kaufangebotes haben. Die Nachfrist beginnt voraussichtlich am 4. Juli 2008 und endet voraussichtlich am 17. Juli 2008. GRO beabsichtigt die Ausschüttung einer Dividende zum 24. Juni 2008. Die Dividendenzahlung wird nicht vom Angebotspreis in Abzug gebracht. Ernst & Young überprüft im Rahmen dieser Fairness Opinion das zu unterbreitende Angebot. Da die Aktien von GRO aufgrund des beobachteten Handelsvolumens über die vergangenen 12 Monate im Vergleich zu ähnlichen kotierten Investmentgesellschaften als illiquide zu betrachten sind (im Sinne der Mitteilung 2 der Übernahmekommission vom 3. September 2007 können die Titel jedoch nicht als illiquide bezeichnet werden), nahm EY zusätzliche Bewertungsüberlegungen zum NAV vor.

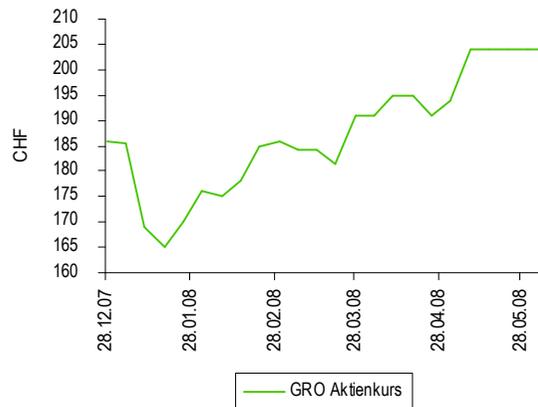
# Ausgangslage

## Zeitlicher Verlauf des Kaufangebotes



## Kursentwicklung der GRO Aktie im Jahr 2008

Quelle: Bloomberg LP



Der massgebliche Wert des geplanten Angebotes an die Aktionäre der GRO von CHF 206 je Inhaberaktie entspricht einer Prämie von 1.0% auf den Börsenschlusskurs von GRO an der SWX vom 5. Juni 2008 von CHF 204. Dabei ist zu beachten, dass der Wert der GRO Aktie trotz unterdurchschnittlicher Liquidität im Vergleich zu ähnlichen Investmentgesellschaften um CHF 18 entsprechend 9.7%, bezogen auf den Schlusskurs vom 28. Dezember 2007 von CHF 186, zugenommen hat. Seit Januar 2008 ist die Hansa Aktiengesellschaft vermehrt als Käufer am Markt aufgetreten. Nebenstehende Grafik zeigt die Entwicklung des Aktienkurses über den Zeitraum vom 28. Dezember 2007 bis zum 5. Juni 2008.

Das Angebot entspricht einem Abschlag von 17.3% in Bezug auf den unverwässerten NAV von GRO zum 10. Juni 2008. Der unverwässerte NAV von GRO wurde am 10. Juni 2008 mit CHF 249.08 bekannt gegeben.

Paramount wird im Rahmen des Kaufangebotes den Kaufpreis in bar entrichten.

## Auftrag

Der Verwaltungsrat von GRO hat Ernst & Young („EY“) mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt. Die Fairness Opinion dient der Überprüfung der Angemessenheit des oben erwähnten offerierten Kaufpreises aus der Sicht der Publikumsaktionäre von GRO. Die Fairness Opinion soll als neutrale Meinung dem Verwaltungsrat und den Aktionären von GRO die Sicherheit geben, dass der offerierte Preis aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist.

EY erhält keine Entschädigung in Bezug auf den Erfolg des Kaufangebotes bzw. den bezahlten Preis und ist unabhängig von GRO. Das Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen.

Die vorliegende Fairness Opinion basiert auf Informationen, deren Genauigkeit und Vollständigkeit vorausgesetzt wurde, ohne diese Informationen von EY oder einer Drittpartei prüfen zu lassen. EY verlässt sich darauf, dass die von der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Angaben, Informationen und Daten ordnungsgemäss erstellt worden sind. Diese Fairness Opinion bezieht sich ausschliesslich auf das Kaufangebot. Sie basiert auf finanziellen, ökonomischen, marktbezogenen und anderen Rahmenbedingungen, wie sie sich aus heutiger Sicht beurteilen lassen. Da unsere Bewertung weitgehend auf den Angaben der Gesellschaft beruht, beschränkt sich unsere Verantwortung auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen. Die im vorliegenden Fall verwendeten Bewertungsmethoden erachten wir für angemessen. Des Weiteren wurde EY von GRO bestätigt, dass sich GRO keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, gemäss welchen die zur Verfügung gestellten Informationen irreführend, unrichtig oder unvollständig wären.

Die Fairness Opinion wurde zusätzlich in die französische Sprache übersetzt.

## Beurteilungsvorgehen

EY stellte für die Beurteilung des Kaufangebotes für die GRO Inhaberaktien eigene Wertüberlegungen an. Im Wesentlichen sind folgende Bewertungsüberlegungen Bestandteil dieser Fairness Opinion:

- ▶ Sum-of-the-parts Bewertungsansatz – Bewertung der einzelnen Anlagen mittels Anwendung von geeigneten Bewertungsmethoden zur Ermittlung des NAV
  - Kotierte Anlagen – Berücksichtigung von Börsenkursen und Liquidität
  - Nicht-kotierte Anlagen – Anwendung von Market Multiples
  - Andere Anlagen und Verbindlichkeiten – Anwendung einer angemessenen Methode unter Berücksichtigung der Wandelanleihen
- ▶ Beurteilung des Angebotes durch den Vergleich der Abschläge mit ähnlichen kotierten Gesellschaften bzw. Transaktionen
- ▶ Analyse der Handlungsalternativen zur Annahme des Angebotes aus Sicht der Aktionäre

Die vorliegende Fairness Opinion wurde von EY 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.

## Beurteilungsgrundlagen

Zur Beurteilung der Angemessenheit des Kaufpreises hat EY die folgenden Grundlagen verwendet:

- ▶ Gespräche mit GRO betreffend der Berechnung des verwässerten NAV nach Dividende und der getroffenen Annahmen
- ▶ Von der Gesellschaft zur Verfügung gestellte Informationen wie:
  - Die Berechnung des unverwässerten NAV der GRO zum 10. Juni 2008;
  - Die Zusammensetzung des Portfolios von GRO zum 10. Juni 2008;
  - Der Bewertungsbericht der Liegenschaft 16A, am 71. Km Mkad, Region Moskau, Russland vom 18. Januar 2008;
  - Der Bewertungsbericht des Messekomplexes am 47. Km Mkad, Gebäude 20, Region Moskau, Russland vom 21. Januar 2008;
  - Der Bewertungsbericht des Grundstückes bei Govorovo, in der Region Leninsky, Moskau, Russland vom 21. Januar 2008;
  - Der Bewertungsbericht der Liegenschaft in der Dmitrovskoe Shosse, 116 in Moskau, Russland vom 22. Januar 2008;
  - Der Bewertungsbericht der Liegenschaft in der Yaroslavskoe Shosse, 54 in Moskau, Russland vom 22. Januar 2008;
  - Die Bewertung der Sarnatus Trading Limited Company vom 31. Dezember 2007;
  - Das Fund Fact Sheet von Golden Peak Active Value Ltd. von Ende Mai 2008 und
  - Das Fund Fact Sheet des EMM African Emerging Market Fund vom 31. Mai 2008.
- ▶ Historische Daten über das gehandelte Volumen und die Handelsfrequenz sowohl der GRO als auch der Vergleichsgruppe aus der Datenquelle Bloomberg.
- ▶ Historische Entwicklung des Kurses und des unverwässerten NAV der GRO sowie der Vergleichsgruppe, ebenfalls aus der Datenquelle Bloomberg.
- ▶ Öffentlich zugängliche Geschäfts- und Finanzinformationen über GRO und repräsentative Vergleichsunternehmen über verschiedene Informationsquellen wie:
  - Die Geschäftsberichte der Jahre 2006 und 2007 und die publizierten Quartalsberichte;
  - Kapitalmarkt- und Finanzinformationen aus Bloomberg, Mergermarket und Onesource.

## Growth Value Opportunities SA im Überblick

---

5. Portfoliozusammensetzung
6. NAV Berechnungen
7. Weitere Berücksichtigungen

## Portfoliozusammensetzung

Growth Value Opportunities SA wurde im Jahr 1994 unter dem Namen Eastern Natural Resources SA gegründet. Der ursprüngliche Schwerpunkt auf Rohstoffe wurde später erweitert und die Firma in ENR Russia Invest SA („ENR“) geändert. Der geographische Fokus umfasste Anlagen in Unternehmen in Russland, im Commonwealth of Independent States (CIS) und in den baltischen Staaten. Im zweiten Halbjahr 2007 wurde das Unternehmen reorganisiert. Einerseits wurde die ENR in Growth Value Opportunities SA umfirmiert, andererseits wurden mittels Anpassung der Anlagerichtlinien globale Anlagen ermöglicht. Basierend auf den Angaben des Jahresberichtes verfügte die Gesellschaft zum 31. Dezember 2007 über ein Anlageportfolio von ungefähr MCHF 468.

Der unverwässerte NAV pro Inhaberaktie der GRO zum 31. Dezember 2007 betrug CHF 291.10. Die Marktkapitalisierung der GRO belief sich zum Jahresende 2007 auf circa MCHF 272.5 oder CHF 186 pro Aktie. Der daraus resultierende Abschlag betrug 36.1%.

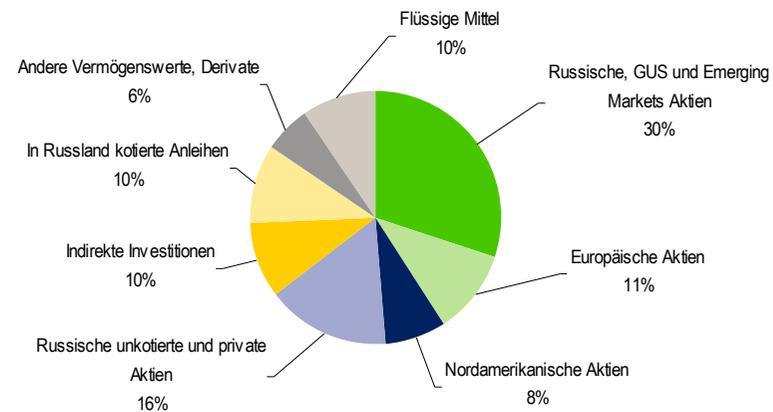
Basierend auf Berechnungen der GRO betrug der unverwässerte NAV der Gesellschaft CHF 249.08 pro Aktie zum 10. Juni 2008. Dies entspricht einer Reduktion von CHF 42.02 oder 14.4% pro Aktie bezogen auf den unverwässerten NAV vom 31. Dezember 2007. Der Börsenschlusskurs zum 10. Juni 2008 wurde mit CHF 206 für GRO notiert, was einer Steigerung von CHF 20 oder 10.8% zum Jahresendkurs der Aktie entspricht. Der daraus resultierende Abschlag zum 10. Juni 2008 wurde mit 17.3% berechnet.

## Portfoliozusammensetzung

Die Zusammensetzung des Bruttovermögenswertes nach Vermögensklassen und Regionen zum 10. Juni 2008 ist in nachfolgender Grafik dargestellt.

### Zusammensetzung der Bruttovermögenswerte nach Vermögensklassen zum 10. Juni 2008

Quelle: Growth Value Opportunities



## NAV Berechnungen

GRO ist eine klassische geschlossene Investmentgesellschaft. Investmentgesellschaften werden üblicherweise auf der Basis ihres NAV bewertet. Der NAV bestimmt sich dabei als Differenz aus sämtlichen Aktiven abzüglich Verbindlichkeiten. Der NAV von GRO wird von Rhône-Audit Société Fiduciaire S.A., einem unabhängigen Fondsadministrator und 100% Tochter von Pictet & Cie, Schweiz, in Zusammenarbeit mit dem Investment Manager auf täglicher Basis berechnet. Dieser beläuft sich per 10. Juni 2008 auf MCHF 438.5 oder CHF 249.08 pro Aktie. Bei den Berechnungen von Rhône-Audit Société Fiduciaire S.A. werden im Anlageportfolio gehaltene eigene Wandelanleihen berücksichtigt.

Der tägliche Bewertungsprozess wurde beurteilt und entspricht dem in dieser Industrie üblichen Ansatz zur Berechnung eines NAV. Zudem führte EY eigenständige Berechnungen basierend auf folgenden Grundlagen durch:

- ▶ Die liquiden Mittel wurden vom Fondsadministrator ungeprüft übernommen.
- ▶ Für die Bewertung des Anlageportfolios per 10. Juni 2008 wurde folgendes Vorgehen gewählt:
  - Börsenkotierte Gesellschaften wurden mit dem Börsenschlusskurs vom 10. Juni 2008 angesetzt. Konnte für den 10. Juni 2008 kein aktueller Börsenschlusskurs bestimmt werden, wurde auf den letzten innerhalb der letzten sechs Wochen bezahlten Preis abgestellt. Konnte auch so kein Preis ermittelt werden, wurde der letzte erhältliche Bid-Preis (Geldkurs) verwendet.
  - Nicht kotierte Gesellschaften wurden auf Basis der von Rhône-Audit Société Fiduciaire S.A. zur Verfügung gestellten Daten sowie eigenen Wertüberlegungen in die NAV Berechnung einbezogen. Per 10. Juni 2008 handelte es sich um drei Anlagen. Die erste, im Vergleich zum Gesamtportfolio wertmässig unbedeutende Anlage wurde mit den Anschaffungskosten in die NAV Berechnung einbezogen. Dabei handelt es sich um die im russischen Elektrizitätssektor tätige Zao Energoserwisnaya Kompani. Die zweite nicht-kotierte Anlage, die ebenfalls im Vergleich zum Gesamtportfolio wertmässig unbedeutend ist, wurde zum aktuellsten Bid-Preis in die Berechnung einbezogen. Dabei handelt es sich um die im russischen Elektrizitätssektor tätige Sverdlovsk Energy. Bei der dritten Anlage handelt es sich um die Sarnatus Trading Limited Company (nachfolgend „Sarnatus“). Sarnatus besteht aus verschiedenen Immobilienanlagen und einem Retailgeschäft. Für die Bewertung des Retailgeschäftes wurden die Bewertungsgrundlagen (Trading Multiples) von GRO übernommen. In der Bewertung der Immobilienanlagen stützte sich EY auf unabhängige Bewertungsgutachten von Cushman & Wakefield. Die Bewertung des Retailgeschäftes und der Immobilienanlagen wurde aufgrund externer, öffentlich zugänglicher Daten (Gazprom Bank, Eastern Property Holdings) kritisch hinterfragt. Bei genauerer Analyse dieser Informationen ergab sich allerdings kein einheitliches Bild in Bezug auf die Bewertung des Retailgeschäftes und der Immobilien. Vielmehr liess sich aus den zusätzlichen Informationen eine Bandbreite an Werten ermitteln. Würde man der Berechnung des NAV das obere Ende der Bandbreite zu Grunde legen, hätte dies eine maximale Erhöhung des von EY kalkulierten verwässerten NAV nach Dividende pro

## NAV Berechnungen

### Herleitung des NAV pro Aktie per 10. Juni 2008 durch EY

NAV Berechnung	Werte in CHF
Geldbestand	14'286'299
Sichteinlagen	142'688
Geldbestand für Nachschussforderungen	2'263'763
Pictet Geldmarktfonds	28'714'717
Portfolio Anlagen	428'955'636
Kotierte Aktien	225'512'723
Nicht-kotierte Aktien	80'110'919
Kotierte Anleihen	75'627'784
Zinsen aus kotierten Anleihen	1'280'159
Optionen und Fonds	46'424'050
Forderungen	9'317
Andere Aktivposten (Gewinn/Verlust Währungsgeschäft)	(2'040'900)
<b>Total Vermögenswerte</b>	<b>472'331'520</b>
abzüglich Wandelanleihen	26'625'000]
abzüglich anderer Verbindlichkeiten	1'229'894
abzüglich täglicher Rückstellungen	2'764'056
<b>Unverwässerter Net Asset Value (NAV)</b>	<b>441'712'569</b>
Im Handelsregister eingetragene Aktien	1'610'615
Neue Aktien durch bereits erfolgte Bond Konvertierung	149'932
<b>Anzahl der Aktien im Publikum</b>	<b>1'760'547</b>
<b>Unverwässerter NAV pro Aktie (inkl. eigene Wandelanleihen)</b>	<b>250.90</b>

Quelle: GRO und Ernst & Young

Aktie von circa CHF 14 zur Folge. Der verwässerte NAV nach Dividende wurde von EY mit CHF 242.01 zum 10. Juni 2008 berechnet (siehe Seite 14).

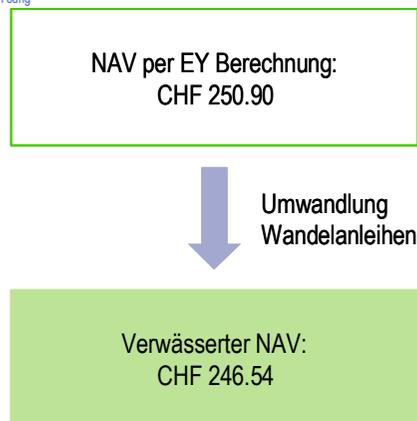
- Investmentfonds wurden zu dem vom Fondsadministrator gestellten NAV aufgeführt. Die NAVs werden jeweils per Ende eines jeden Monats publiziert. Da für die einzelnen Fonds keine bezahlten Preise erhältlich sind, stützte sich EY auf die NAVs ab. Abschläge, wie zum Beispiel die Rücknahmekommission wurden nicht berücksichtigt. Aufgrund der Berücksichtigung von Abschlägen würde sich der NAV von GRO verringern.
- Die börsennotierten Obligationen wurden mit dem Börsenschlusskurs vom 10. Juni 2008 angesetzt. Konnte für den 10. Juni 2008 kein aktueller Börsenschlusskurs ermittelt werden, wurde auf den letzten innerhalb der letzten sechs Wochen bezahlten Preis abgestellt. Konnte auch so kein Preis ermittelt werden, wurde der letzte erhältliche Bid-Preis verwendet.
- GRO verfügt nicht über eigene Aktien. Die von GRO gehaltenen eigenen Wandelanleihen haben aus Sicht des Minderheitsaktionäres keinen Wert. Deshalb bereinigt EY die NAV Berechnung von Rhône-Audit Société Fiduciaire S.A. um diese Anlagen.
- ▶ Die wertmässig im Verhältnis zum Gesamtportfolio unbedeutenden Debitoren wurden ungeprüft aus den Berechnungen von Rhône-Audit Société Fiduciaire S.A übernommen.
- ▶ Der für die Absicherung eingegangene Terminkontrakt (Forward mit einer Laufzeit von drei Monaten) wurde zum tagesaktuellen Kurs vom 10. Juni 2008 bewertet. Aufgrund der kurzen Restlaufzeit wurde auf eine Zeitwertberechnung verzichtet.
- ▶ Der ausstehende Nominalwert der Wandelanleihe bestimmt sich als Differenz aus dem Nominalwert von MCHF 50.0 zum Emissionszeitpunkt abzüglich der gewandelten Anteile zum Nominalwert bis zum 10. Juni 2008. Der Nominalwert der Wandelanleihe wurde vom Fondsadministrator übernommen.
- ▶ Andere Verbindlichkeiten wurden aufgrund der im Vergleich zum unverwässerten NAV wertmässig geringen Bedeutung ungeprüft vom Fondsadministrator übernommen.

Aufgrund der vorstehenden Grundlagen berechnete EY den unverwässerten NAV von GRO auf MCHF 441.7 oder CHF 250.90 pro Aktie per 10. Juni 2008.

## Weitere Berücksichtigungen

### Einfluss der Wandelanleihen auf den NAV

Quelle: Ernst & Young



### Wandelanleihen

Am 23. November 2005 wurden von ENR Finance Ltd (seit November 2007 Growth Value Finance Ltd), einer Tochtergesellschaft der GRO mit Sitz auf den Cayman Islands, Wandelanleihen mit einer jährlichen Verzinsung von 3<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% mit einem Gesamtvolumen von MCHF 50.0 ausgegeben. Die Laufzeit der Anleihen beträgt fünf Jahre. Jede Anleihe besitzt einen Nominalwert von CHF 5'000 und kann jederzeit in 32.0718 GRO Inhaberaktien umgewandelt werden. Die Anleihe besitzt darüber hinaus eine Call Option, die der Gesellschaft erlaubt, den Bond zum Nennwert zurückzukaufen, sofern der Schlusskurs der GRO Aktie für mindestens 20 Tage 130% über dem anwendbaren Konversionspreis von CHF 155.90 liegt. Der Ausübungspreis für die Call Option liegt deshalb bei CHF 202.67. Die GRO Aktie wurde am 10. Juni 2008 mit einem Schlusskurs von CHF 206 bewertet.

Im Rahmen der Bewertung des bevorstehenden Kaufangebotes wurde von EY die Umwandlung der Wandelanleihen in Inhaberaktien der GRO berücksichtigt, da die GRO ihr Recht zum vorzeitigen Rückkauf ausgeübt hat und die Ausübung des Konvertierungsrechtes für die Inhaber der Anleihen vorteilhaft ist. Die Umwandlung der Anleihen in Aktien hat durch die Herausgabe neuer Aktien eine Verwässerung des Eigenkapitals von GRO zur Folge. Folgende Annahmen wurden bezüglich der Umwandlung der Wandelanleihen getroffen:

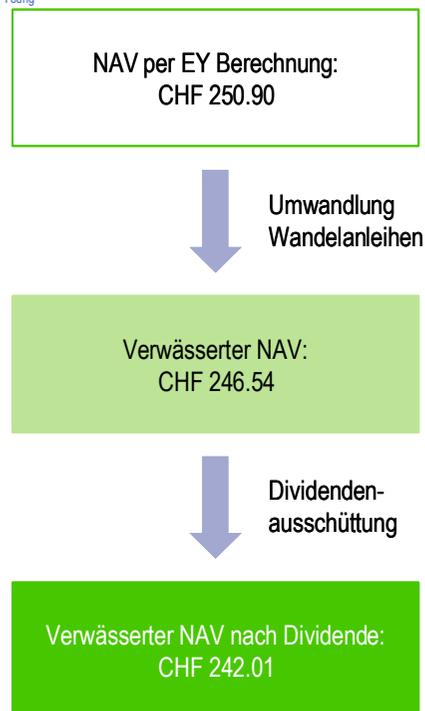
- ▶ Die Anzahl der noch zu konvertierenden Anleihen beträgt 614 zum 10. Juni 2008. Der daraus resultierende Nominalwert der Anleihen berechnet sich auf MCHF 3.07. Dies würde bei Konvertierung zur Ausgabe von 19'692 zusätzlichen GRO Aktien führen, bei einem Nominalwert von CHF 5'000 pro Anleihe und einer Konvertierungsrate von 32.0718 Aktien pro CHF 5'000 Nennwert.
- ▶ Die Gesamtzahl der ausstehenden GRO Aktien beläuft sich auf 1'760'547 Stück vor Umwandlung der noch ausstehenden Wandelanleihen in dritter Hand. Nach Konvertierung der ausstehenden Wandelanleihen in Dritter Hand beträgt die Anzahl ausstehender Aktien 1'780'239.

Aufgrund der Ausgabe neuer Aktien durch die Konvertierung der noch ausstehenden Wandelanleihen in dritter Hand und der Bereinigung um die von GRO gehaltenen eigenen Wandelanleihen würde sich der unverwässerte NAV pro ausstehende Aktie von CHF 250.90 auf CHF 246.54 verändern.

## Weitere Berücksichtigungen

### Einfluss der Dividendenausschüttung auf den NAV

Quelle: Ernst & Young



### Dividendenzahlungen

GRO beabsichtigt, eine Bardividende von insgesamt MCHF 8.05 zum 24. Juni 2008 (Ex-Dividenden Datum) auszuschütten. Diese Dividendenzahlung auf dividendenberechtigte Inhaberaktien von 1'780'239 Stück zum Ex-Dividenden Datum, inklusive der umgewandelten Wandelanleihen in dritter Hand, würde sich auf CHF 4.52 pro Inhaberaktie belaufen.

Der verwässerte NAV zum 10. Juni 2008 ist deshalb um den Betrag der Dividendenzahlung von MCHF 8.05 zu vermindern. Den Effekt einer Diskontierung des Dividendenbetrages auf den Barwert zum Datum dieses Berichtes sieht EY als unwesentlich an, da der Zeitraum vom Datum dieser Fairness Opinion bis zum Ex-Dividenden Datum lediglich rund eine Woche beträgt. Auf eine Diskontierung wurde deshalb verzichtet. Durch die Dividendenausschüttung reduziert sich der verwässerte NAV von CHF 246.54 auf CHF 242.01 zum 10. Juni 2008.

## Vergleich branchenspezifischer NAV Abschläge

---

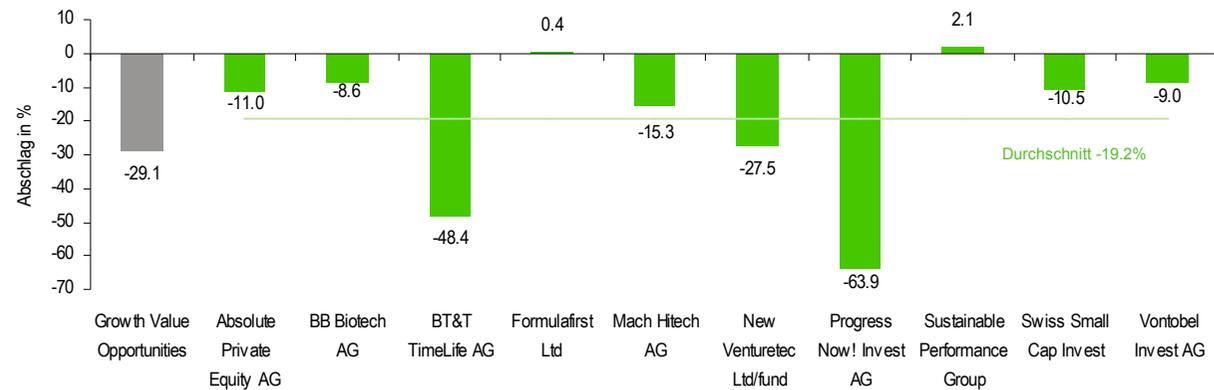
8. Ähnliche kotierte Gesellschaften
9. Ähnliche Transaktionen

## Ähnliche kotierte Gesellschaften

Folgende Abbildung zeigt die Abschläge des Aktienkurses im Bezug auf den NAV von verschiedenen an der SWX kotierten geschlossenen Investmentgesellschaften. Die Abschläge basieren auf dem Durchschnitt der Abschläge während der letzten 12 Monate vor der Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebotes von Paramount am 6. Juni 2008. Die NAV der Vergleichsgesellschaften werden ohne Anpassungen aus der entsprechenden Quelle übernommen.

### Vergleich der Abschläge ähnlicher kotierter Gesellschaften an der SWX als Durchschnitt über die letzten 12 Monate (Schlusskurs vom 5. Juni 2008)

Quelle: Ernst & Young, Bloomberg LP



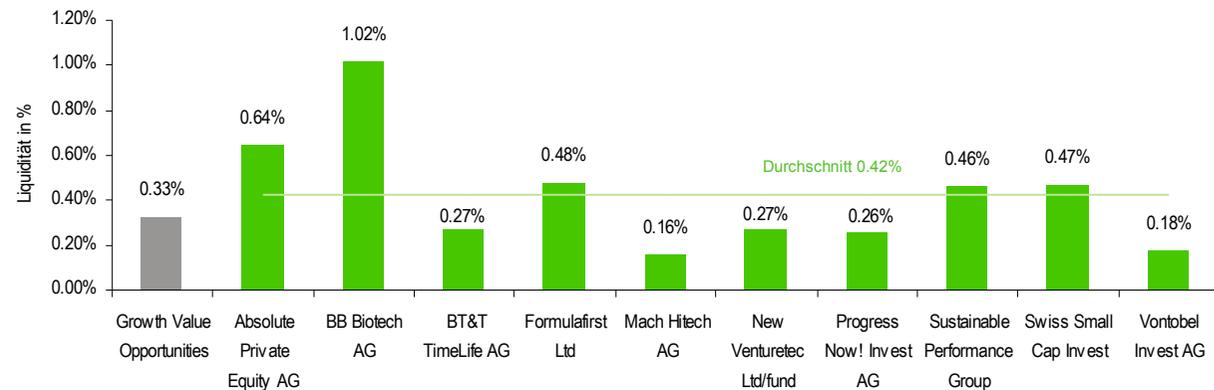
Der Durchschnitt der Abschläge vergleichbarer geschlossener Investmentgesellschaften wurde mit 19.2% ermittelt. Der im Rahmen des Kaufangebotes errechnete Abschlag der GRO Inhaberaktien beträgt 14.9% bezogen auf den von EY ermittelten verwässerten NAV nach Dividende zum 10. Juni 2008 und ist damit geringer als der Marktdurchschnitt.

## Ähnliche kotierte Gesellschaften

Die nachfolgende Abbildung verdeutlicht die Liquidität einzelner vergleichbarer geschlossener Investmentgesellschaften. Die Preisgestaltung an effizienten Kapitalmärkten bestimmt sich aufgrund von Angebot und Nachfrage und wird somit nachhaltig durch das gehandelte Marktvolumen beeinflusst. Die Grafik zeigt den Durchschnitt des wöchentlich gehandelten Volumens im Verhältnis zur Anzahl aller ausstehenden Aktien über die letzten 12 Monate vor der Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebotes von Paramount am 6. Juni 2008. Eine höhere Liquidität der einzelnen Werte ist durch eine höhere Prozentzahl gekennzeichnet.

### Analyse der Liquidität ähnlicher kotierter Gesellschaften an der SWX (Schlusskurs vom 5. Juni 2008)

Quelle: Ernst & Young, Bloomberg LP, Jahresberichte



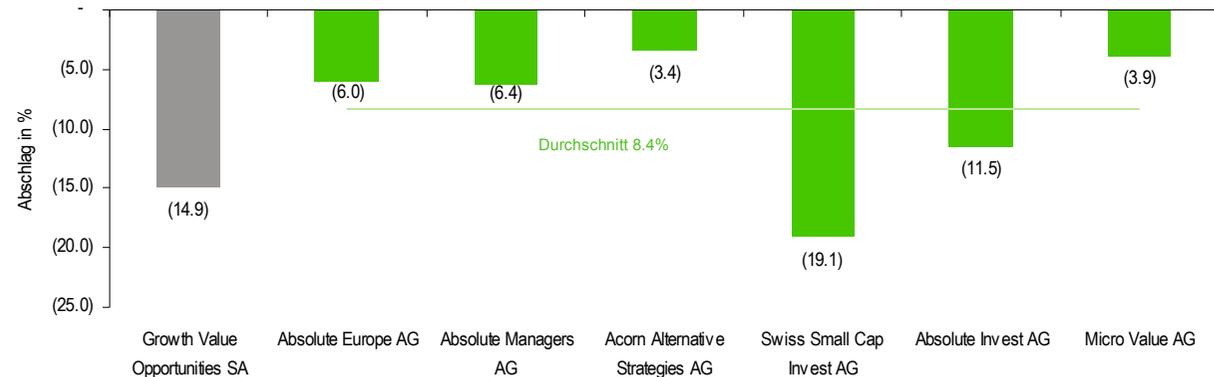
Die durchschnittliche Liquidität vergleichbarer Gesellschaften liegt bei 0.42%. Die Liquidität der GRO Aktie liegt bei 0.33% und somit unter dem Marktdurchschnitt. Es sei jedoch in diesem Zusammenhang nochmals darauf hingewiesen, dass der Kurs der GRO Aktie von CHF 186 zum 28. Dezember 2007 um CHF 20 bzw. 10.8% auf CHF 206 per 10. Juni 2008 angestiegen ist. Seit Januar 2008 ist die Hansa Aktiengesellschaft vermehrt als Käufer am Markt aufgetreten. Aufgrund dieser Analyse ist festzustellen, dass das Kaufangebot für die Aktionäre der GRO eine positive Alternative darstellt, die Aktien zu einem marktkonformen Abschlag effizient zu liquidieren.

## Ähnliche Transaktionen

Nachfolgende Abbildung weist Abschlüsse im Rahmen ähnlicher Transaktionen bezüglich des jeweiligen Kaufangebotes aus. Es wurden Abschlüsse zwischen 3.4% und 19.1% zum unverwässerten NAV festgestellt. Mit einem Abschlag von 14.9% auf den verwässerten NAV nach Dividende liegt das vorliegende Angebot der Paramount über dem ermittelten Durchschnitt von 8.4% bei ähnlichen Transaktionen.

### Vergleich der Abschlüsse ähnlicher Transaktionen vor Ankündigung (Angebotspreis zu NAV)

Quelle Ernst & Young, Angebotsprospekte und Bloomberg LP:

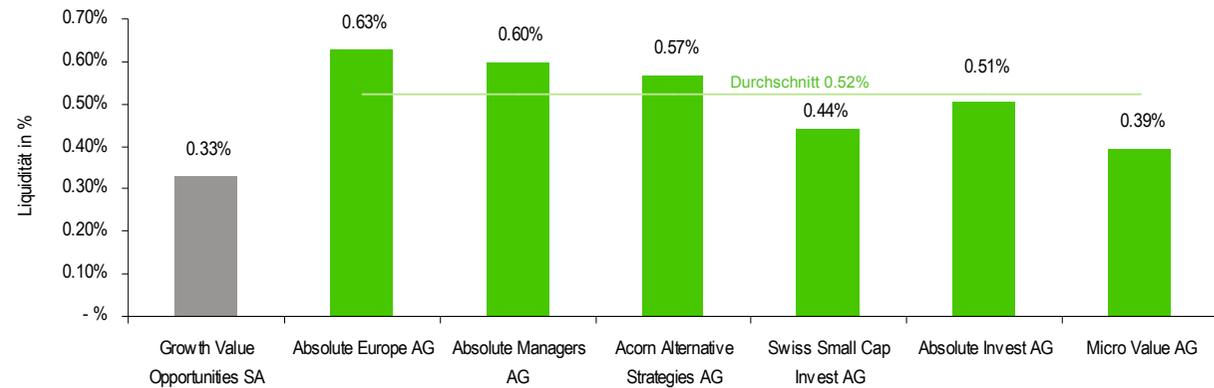


Die Liquidität vergleichbarer Zielunternehmen in einem Zeitraum von 12 Monaten vor der Ankündigung des jeweiligen Kauf- oder Übernahmeangebots war jedoch höher als im Fall des vorliegenden Kaufangebotes von Paramount für die noch ausstehenden Aktien von GRO. Folgende Grafik verdeutlicht diese Aussage und zeigt den Durchschnitt des wöchentlich gehandelten Volumens im Verhältnis zur Anzahl aller ausstehenden Aktien über einen Zeitraum von 12 Monaten unmittelbar vor Veröffentlichung des jeweiligen Kaufangebotes.

## Ähnliche Transaktionen

### Analyse der Liquidität vergleichbarer Zielgesellschaften (12-Monats Durchschnitt vor Kaufangebot)

Quelle: Ernst & Young, Angebotsprospekte, Mergermarket, Bloomberg LP und Jahresberichte



Des Weiteren würde mit dem Kaufangebot der Paramount von CHF 206, trotz unterdurchschnittlicher Liquidität der GRO Aktie, eine Prämie von 1.0% über dem aktuellen Tagesendkurs von CHF 204 zum 5. Juni 2008 erzielt. Vergleichbare Transaktionen weisen, wie in folgender Abbildung dargestellt, eine Spanne der Prämien von minus 1.4% bis plus 15.7% aus. Es sei jedoch in diesem Zusammenhang nochmals darauf hingewiesen, dass der Kurs der GRO Aktie von CHF 186 zum 28. Dezember 2007 um CHF 20 bzw. 10.8% auf CHF 206 per 10. Juni 2008 angestiegen ist. Seit Januar 2008 ist die Hansa Aktiengesellschaft vermehrt als Käufer am Markt aufgetreten.

## Ähnliche Transaktionen

### Offerierte Prämie bzw. Abschlag zum Tagesschlusskurs vor Ankündigung der Kaufangebote vergleichbarer Transaktionen

Quelle: Ernst & Young, Angebotsprospekte, Mergermarket



Beim Angebot von Sarabet AG an die Acorn Alternative Strategies AG Aktionäre mit einer errechneten Prämie von 15.7% und dem Angebot von Vontobel Holding AG an die Aktionäre von Micro Value AG mit einer errechneten Prämie von 4.4% handelte es sich um Umtauschangebote. Bei allen anderen vergleichbaren Transaktionen handelte es sich um Barangebote, wie auch im Fall des Kaufangebotes von Paramount für die noch ausstehenden Anteile der Minderheitsaktionäre von GRO.

Somit erscheint im Vergleich mit ähnlichen Transaktionen unter Berücksichtigung der Liquiditätsparameter und Prämienzahlungen ein überdurchschnittlicher Abschlag zum verwässerten NAV nach Dividende für die Aktien der GRO gerechtfertigt.

## Vergleich möglicher Alternativen aus Sicht der Aktionäre von GRO

---

10. Verkauf der Aktien über die Börse während der Angebotsfrist
11. Liquidation der Gesellschaft und Auszahlung des Liquidationserlöses
12. Ablehnung des Kaufangebotes in Erwartung einer Verringerung des Abschlages
13. Zusammenfassung der Alternativen

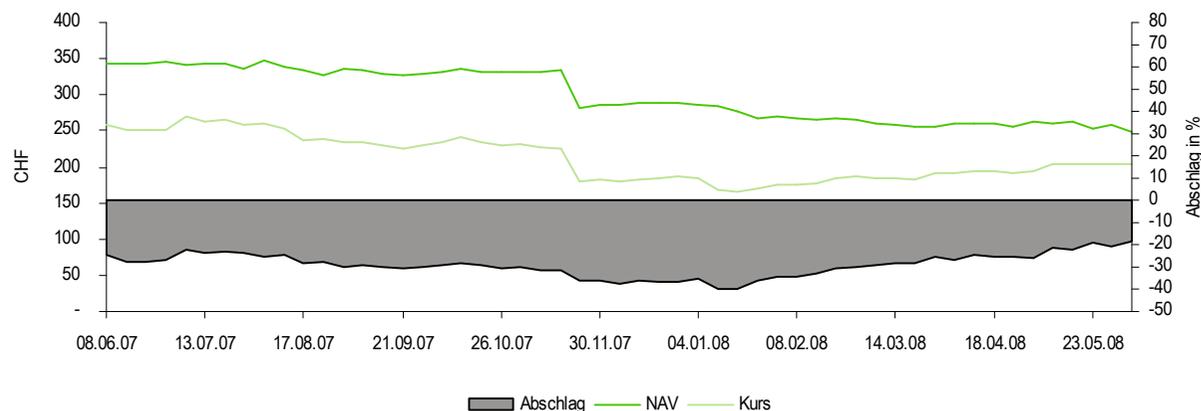
## Vergleich möglicher Alternativen

### Verkauf der Aktien über die Börse während der Angebotsfrist

Dem Aktionär steht es grundsätzlich frei, alternativ zum unterbreiteten Angebot seine Anteile direkt über die Börse zu veräussern. Theoretisch besteht dort die Möglichkeit, einen Preis zu erzielen, der über dem der vorliegenden Offerte liegt. Ob über die Börse ein für den Minderheitsaktionär attraktiverer Preis während der Angebotsfrist erzielt werden kann, lässt sich nicht ermitteln. Anhand der vergangenen Entwicklung des Börsenkurses zum unverwässerten NAV, welche in untenstehender Grafik dargestellt ist, lassen sich aber Aussagen über den Preis ableiten. Die Abbildung zeigt, dass der Abschlag über die letzten 12 Monate vor der Voranmeldung am 6. Juni 2008 grösstenteils den dem Angebot zugrunde liegenden Abschlag übertraf. Der historische Verlauf des Abschlages lässt folglich nicht darauf schliessen, dass sich über den Markt ein besserer Preis erzielen liesse.

### Historische Entwicklung des Abschlages der GRO Aktie bezogen auf den NAV

Quelle: Ernst & Young, Bloomberg LP



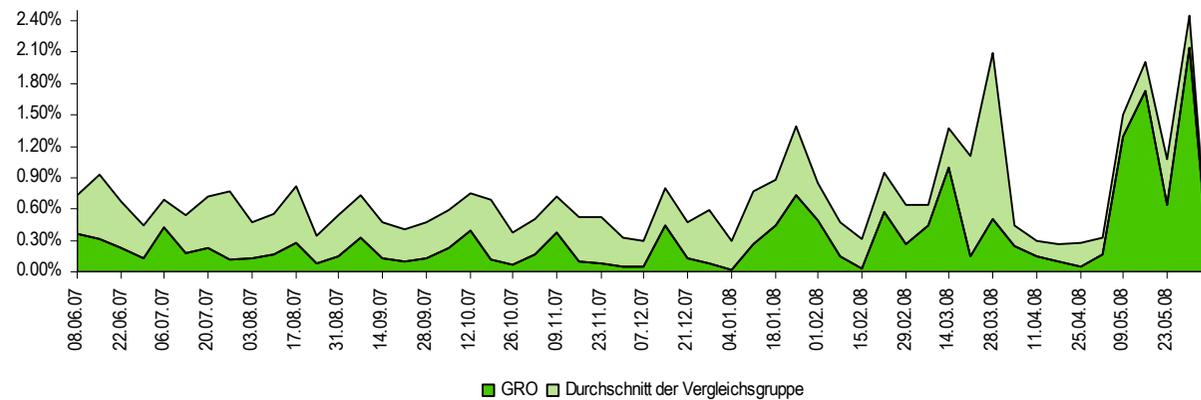
Bei Betrachtung der historischen Handelsfrequenz und des jeweiligen gehandelten Volumens der Aktie ist ausserdem von einem in gewissem Masse illiquiden Markt auszugehen. Daher muss berücksichtigt werden, dass das Angebot des Mehrheitsaktionärs die Sicherheit der vollständigen Veräusserung der Anteile zu einem gleich bleibenden Preis gewährt. Diese Sicherheit besteht bei einem Verkauf an der Börse nicht. Ein Verkauf grösserer Positionen über die Börse kann auf Grund des geringen gehandelten Volumens der Aktie problematisch sein.

## Vergleich möglicher Alternativen

Die folgende Grafik zeigt die Liquidität der GRO Aktie über die letzten 12 Monate im Vergleich zum Durchschnitt ähnlicher an der SWX kotierter Investmentgesellschaften.

### Historisches wöchentliches Handelsvolumen in Prozent der gesamt ausstehenden Aktien

Quelle: Ernst & Young, Bloomberg LP



## Vergleich möglicher Alternativen

### Liquidation der Gesellschaft und Auszahlung des Liquidationserlöses

Im Zuge einer möglichen Liquidation der GRO müssten alle Aktiven veräussert werden. Die nach der Bedienung der ausstehenden Verbindlichkeiten (welche auch allfällige Steuern auf dem im Rahmen der Veräusserung von Aktiven erzielten Kapitalgewinnen umfassen) noch vorhandenen flüssigen Mittel würden dann an die Aktionäre ausgeschüttet. Dabei kommt den steuerlichen Folgen einer Liquidation eine zentrale Bedeutung zu.

Die Veräusserung von Aktiven kann auf Stufe der veräussernden GRO verschiedene Steuerfolgen auslösen, welche den Liquidationserlös schmälern. Ferner unterliegt die Liquidationsdividende (positive Differenz zwischen Liquidationsüberschuss und Nennwert) der schweizerischen Verrechnungssteuer (35.0%). Diese kann je nach steuerlicher Ansässigkeit des Aktionärs vollumfänglich, teilweise oder überhaupt nicht zurückgefordert werden. Ferner kann die Liquidationsdividende – wiederum in Abhängigkeit von der konkreten Situation und steuerlichen Ansässigkeit des betroffenen Aktionärs – beim Empfänger ganz oder teilweise steuerbaren Ertrag darstellen.

Die konkreten Steuerfolgen sind von jedem einzelnen Aktionär unter Berücksichtigung seiner konkreten Umstände selbst zu prüfen. In sehr genereller Weise kann jedoch festgehalten werden, dass die mangelnde oder eingeschränkte Rückerstattung von Verrechnungssteuern vor allem für nicht in der Schweiz ansässige Aktionäre ins Gewicht fallen kann, und dass eine Liquidation die in der Schweiz ansässigen Privataktionäre der Möglichkeit berauben würde, durch Veräusserung der Anteile einen steuerfreien Kapitalgewinn zu erzielen.

Neben den Steuerfolgen sind weiter die in einem Liquidationsszenario anfallenden Mehrkosten durch die nicht fristgemässe Auflösung und Abänderungen von Advisory, Depot und Management Verträgen sowie Anwalts- und Revisionskosten zu berücksichtigen, die sich weiterhin negativ auf den NAV des Portfolios auswirken würden.

Eine Unternehmensliquidation bedarf nach Schweizer Recht einer qualifizierten Mehrheit der Generalversammlung. Paramount verfügt per 10. Juni 2008 über eine qualifizierte Mehrheit bei GRO, und kann deshalb eine Liquidation erwirken oder allenfalls verhindern. Eine Liquidation würde zu oben beschriebener Besteuerung des Liquidationserlöses führen, die sich unter Umständen nachteilig auf die Minderheitsaktionäre auswirken würde.

Abgesehen von den aufgeführten Transaktionsrisiken ist bei einer Liquidation die zeitliche Verzögerung bis zur Auszahlung der liquidierten Aktiven zu berücksichtigen. Dies kann sich unter Umständen über mehrere Monate bis zu über einem Jahr erstrecken.

## Vergleich möglicher Alternativen

### Ablehnung des Kaufangebotes in Erwartung einer Verringerung des Abschlages

Eine weitere Alternative stellt die Ablehnung des Angebotes und das Halten der Anteile dar. Dieses Vorgehen ist attraktiv, wenn davon ausgegangen werden kann, dass sich der Abschlag vollständig oder zu grossen Teilen zurückbilden wird. In der vorliegenden Fairness Opinion wurde bereits dargelegt, dass die Anteile der GRO als relativ illiquide bezeichnet werden können. Das Halten der Aktien über die Angebotsfrist hinaus würde in diesem Fall eine Verschärfung der Illiquiditätssituation für den einzelnen Publikumsaktionär bedeuten, da mit grosser Wahrscheinlichkeit angenommen werden kann, dass gewisse Aktionäre das Kaufangebot annehmen werden. Nach Ablauf der Angebotsfrist ist davon auszugehen, dass sowohl das Handelsvolumen als auch die Handelsfrequenz der Titel noch weiter abnehmen werden. Eine Reduktion des Abschlages ist infolgedessen nicht zu erwarten.

Zudem ist die Möglichkeit eines börsenrechtlichen Squeeze-Out zu berücksichtigen, wonach ein Mehrheitsaktionär mit 98% Anteilseignung die verbleibenden Minderheitsaktionäre zur Annahme des Kaufangebotes zwingen kann.

Des Weiteren verweisen wir auf Absatz E.3, „Absichten von Paramount betreffend GRO“, im öffentlichen Kaufangebot der Paramount.

## Vergleich möglicher Alternativen

### Zusammenfassung der Alternativen aus Sicht der Aktionäre

Das Kaufangebot stellt im Vergleich zu den historischen Abschlägen und im Bezug auf die historische Liquidität der Aktie eine attraktive Ausstiegsmöglichkeit dar. Aus steuerlicher Sicht erweist sich das Kaufangebotes im Vergleich zu einem Liquidationsszenario ungeachtet der Transaktionsrisiken als vorteilhaft für (i) die schweizerischen Privataktionäre aufgrund der Möglichkeit der Erzielung eines (grundsätzlich steuerfreien) privaten Kapitalgewinnes und (ii) für ausländische Aktionäre infolge Reduktion des Risikos nicht rückforderbarer Verrechnungssteuern.

Sämtliche Aktionäre sollten ihre Steuersituation mit Bezug auf die möglichen Szenarien gestützt auf die anwendbare Steuergesetzgebung ihres Ansässigkeitsstaates selber überprüfen bzw. überprüfen lassen.

## Ergebnis der Fairness Opinion

### 14. Gesamtbeurteilung

## Gesamtbeurteilung

Nach eingehender Prüfung aller durch GRO zur Verfügung gestellten Informationen und Unterlagen sowie durch eigenständige Analysen und Bewertungen ist EY zu folgender Beurteilung gekommen:

- ▶ Für die Berechnung des verwässerten NAV der GRO zum 10. Juni 2008 ist die bevorstehende Konversion der Anleihen und die damit verbundene Erhöhung der ausstehenden Inhaberaktien sowie die zu erwartende Dividendenzahlung zu berücksichtigen.
- ▶ Der Abschlag von 14.9% auf den verwässerten NAV nach Dividende liegt über dem ermittelten Durchschnitt von 8.4% bei ähnlichen Transaktionen.
- ▶ Zum 10. Juni 2008 wurde gegenüber dem angebotenen Preis von CHF 206 für eine GRO Aktie ein Abschlag auf dem verwässerten NAV nach Dividende von 14.9% berechnet. Der Durchschnitt der Abschläge vergleichbarer geschlossener Investmentgesellschaften liegt bei 19.2%. Die durchschnittliche Liquidität vergleichbarer Gesellschaften liegt bei 0.42%. Die Liquidität der GRO Aktie liegt bei 0.33% und somit unter dem Marktdurchschnitt. Aufgrund dieser Analysen ist festzustellen, dass der errechnete Abschlag auf den neu berechneten verwässerten NAV nach Dividendenzahlung unter Berücksichtigung ähnlicher an der SWX gehandelter Investmentgesellschaften als marktüblich anzusehen ist und das Angebot somit eine positive Alternative darstellt, die Aktien zu einem marktkonformen Abschlag effizient zu liquidieren.
- ▶ Das Kaufangebot von Paramount von CHF 206 entspricht, trotz unterdurchschnittlicher Liquidität der GRO Aktie, einer Prämie von 1.0% über dem aktuellen Tagesendkurs von CHF 204 zum 5. Juni 2008. Vergleichbare Transaktionen weisen eine Spanne der Prämien von minus 1.4% bis plus 15.7% aus. Es sei in diesem Zusammenhang darauf hingewiesen, dass der Kurs der GRO Aktie seit Anfang 2008 bereits um ca. 11% angestiegen ist. Seit Januar 2008 ist Hansa vermehrt als Käufer am Markt aufgetreten.

## Gesamtbeurteilung

- ▶ Die genannten Alternativen zur Annahme des Angebotes erweisen sich aus Sicht der Minderheitsaktionäre von GRO als nicht vorteilhaft.
- ▶ Aus steuerlicher Sicht erweist sich das Kaufangebot im Vergleich zu einem Liquidationsszenario ungeachtet der Transaktionsrisiken als vorteilhaft. Sämtliche Aktionäre sollten ihre Situation mit Bezug auf die möglichen Steuerszenarien gestützt auf die anwendbare Steuergesetzgebung ihres Ansässigkeitsstaates jedoch selber überprüfen bzw. überprüfen lassen.

Aus diesen Gründen erachtet EY das Kaufangebot von Paramount als finanziell angemessen und fair. Diese Aussage stützt sich insbesondere auf Analysen bezüglich ähnlicher Vergleichsunternehmen und Vergleichstransaktionen mit Barabfindung.

Mit freundlichen Grüßen

Ernst & Young AG



Louis Siegrist  
Partner



Jürg Stucker  
Senior Manager