

# Fairness Opinion

Zuhanden des Verwaltungsrats der Absolute Europe Ltd., Zug

zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Kauf-  
angebots der

Absolute Invest Ltd., Zug,  
einer 100% Tochtergesellschaft der Absolute US Ltd., Zug

Bank Sarasin & Cie AG  
Corporate Finance  
Löwenstrasse 11  
8022 Zürich

Zürich, 10. November 2006



**SARASIN**

## Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung .....	3
1.1.	Ausgangslage .....	3
1.2.	Auftrag des Verwaltungsrates der Absolute Europe Ltd. an die Bank Sarasin & Cie AG .....	5
2.	Beurteilungsgrundlagen .....	6
2.1.	Unterlagen der Gesellschaft .....	6
2.2.	Finanzmarktdaten .....	6
2.3.	Methodisches Vorgehen von Sarasin .....	7
3.	Die Absolute Europe Ltd. im Überblick .....	8
3.1.	Gruppenstruktur und Verträge .....	8
3.2.	Reporting Prozess ABSE .....	9
3.3.	Portfoliozusammensetzung und -entwicklung .....	9
3.4.	Weitere Gesichtspunkte .....	12
4.	Vergleich der Alternativen aus Sicht Aktionäre .....	13
4.1.	Verkauf der Aktien über die Börse während der Angebotsfrist .....	13
4.2.	Liquidation der Gesellschaft und Auszahlung des Liquidationserlöses .....	14
4.3.	Ablehnung des Kaufangebots in Erwartung der vollständigen Rückbildung des Abschlags .....	15
4.4.	Zusammenfassung der Alternativen aus Sicht Aktionäre .....	16
5.	Vergleich mit dem Abschlag ähnlicher kotierter Gesellschaften bzw. Transaktionen .....	17
5.1.	Ähnliche kotierte Gesellschaften .....	17
5.2.	Ähnliche Transaktionen .....	18
6.	Ergebnis der Fairness Opinion .....	22
7.	Anhang .....	23

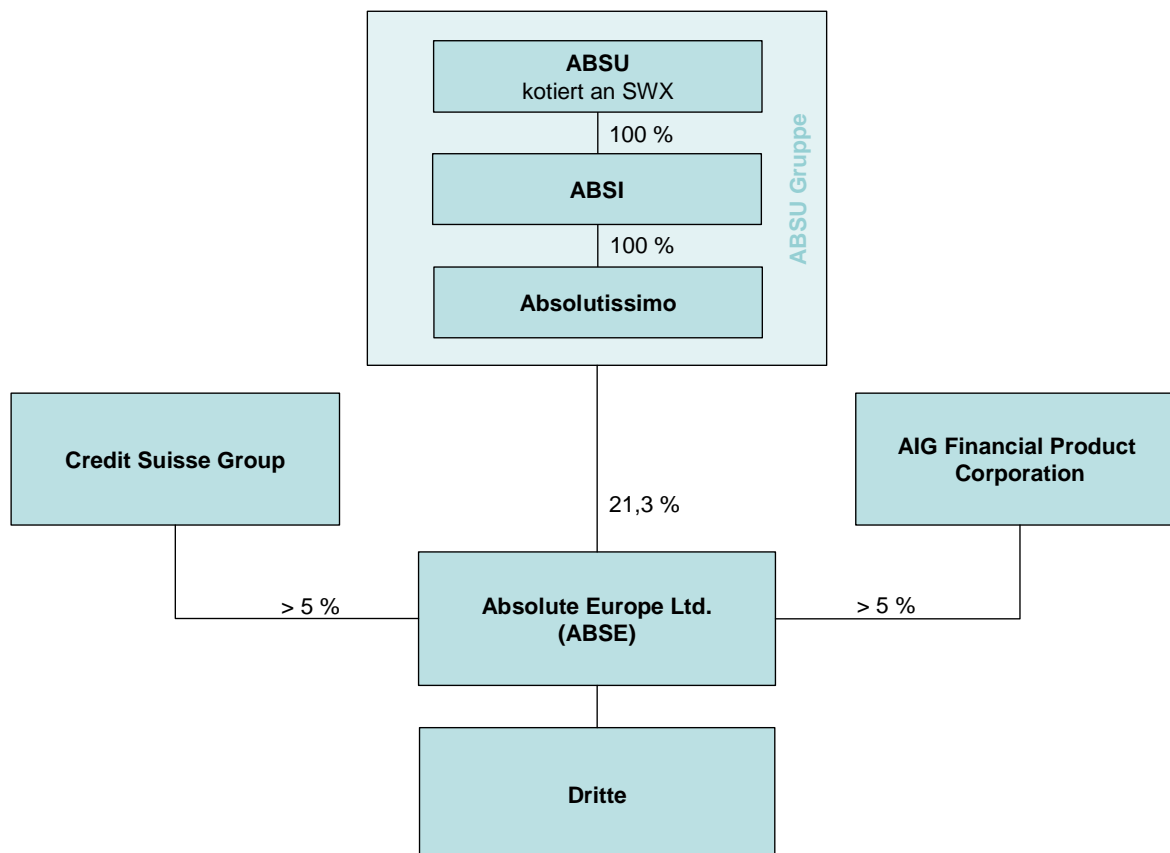
# 1. Einleitung

## 1.1. Ausgangslage

Die Absolute Europe Ltd, Zug/CH („ABSE“ oder die „Gesellschaft“) ist eine börsennotierte Investmentgesellschaft mit einer Börsenkapitalisierung von rund EUR 198 Mio per 31. Oktober 2006. Die ABSE hat das Ziel, durch Anlagen in europäische Aktien- und Anleihenmärkte regelmässig einen positiven Ertrag zu erwirtschaften (Absolute Return Strategie). Sie investiert über ihre auf den Cayman Islands registrierte Tochtergesellschaft Eurissimo Ltd. in Hedge Funds, welche sich in europäischen Werten engagieren. Die ABSE ist an der SWX Swiss Exchange („SWX“) kotiert. Ihre Rechnungslegung erfolgt in EURO.

Per 30. Juni 2006 hielten die Absolute US Ltd., Zug („ABSU“) und ihre direkt und indirekt gehaltenen Tochtergesellschaften Absolute Invest Ltd., Zug („ABSI“) und Absolutissimo Ltd., Cayman Islands („Absolutissimo“, zusammen „ABSU Gruppe“) total 21.29% der Aktien von ABSE. Zwei weitere Aktionäre, AIG Financial Product Corporation und Credit Suisse Group, hielten gemäss Mitteilung der ABSE per 30. Juni 2006 je eine Beteiligung von über 5%. Die nachfolgende, vereinfachte Übersicht zeigt die Besitzverhältnisse der ABSE per 30. Juni 2006:

**Abbildung 1: Vereinfacht dargestellte Besitzverhältnisse ABSE per 30. Juni 2006**



Quelle: Halbjahresbericht ABSE 2006

Am 4. September 2006 meldete ABSE den Besitz von 526'000 eigenen Aktien was einem Anteil von 10% der ausgegebenen Aktien von ABSE entspricht. Diese Aktien wurden im Rahmen eines Aktienrückkaufprogramms erworben. Die Aktien wurden bisher nicht vernichtet. Gemäss Angebotsprospekt der ABSI hält die ABSU Gruppe per 14. November 2006 23.2% des Aktienkapitals von ABSE.

Am 26. Oktober 2006 hat die ABSE eine Nennwertherabsetzung von CHF 40 um CHF 39.90 je Inhaberaktie auf CHF 0.10 bzw. um total CHF 210 Mio durchgeführt.

ABSI, die Teil der ABSU Gruppe ist, beabsichtigt am 15. November 2006 eine Voranmeldung für ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindlichen Inhaberaktien der ABSE zu einem Preis von EUR 42.60 je Inhaberaktie zu publizieren (das Kaufangebot). Grund für das Kaufangebot der ABSU Gruppe ist die geographische Beschränkung der Anlagentätigkeit von ABSU und ABSE, die sich als zu eng herausgestellt hat. Die ABSU Gruppe will durch die Kombination der beiden Portfolios ein breit abgestütztes Hedge Fund Portfolio aufbauen.

Der Gegenwert des geplanten Barangebotes für ABSE von EUR 42.60 je Inhaberaktie entspricht einer Prämie von 1.5 % auf dem Börsenschlusskurs vom 10. November 2006 von EUR 41.95 und einer Prämie von 3.1 % auf dem durchschnittlichen Eröffnungskurs der ABSE Aktie von EUR 41.33 im Zeitraum von der Nennwertherabsetzung am 26. Oktober 2006 bis am 10. November 2006<sup>1</sup>. Basierend auf dem aktuellsten verfügbaren NAV vom 31. Oktober 2006 von EUR 45.31 impliziert dieses Barangebot einen Abschlag von 6.0%.

Der gesamte Kaufpreis soll in bar entrichtet werden. Das Kaufangebot unterliegt keinen Bedingungen, sodass der ABSE Aktionär, der das Kaufangebot annimmt, keine weiteren Transaktionsrisiken zu gewärtigen hat. Gemäss Angebotsprospekt können Privataktionäre in der Schweiz im Rahmen des Kaufangebots einen steuerfreien Kapitalgewinn erzielen. Für Aktionäre, welche die Aktien im Geschäftsvermögen in der Schweiz halten, gelten die Regeln des Unternehmenssteuerrechts<sup>2</sup>.

Es ist vorgesehen, den Angebotsprospekt ab dem 17. November 2006 auf der Homepage von ABSE [www.absoluteurope.ch](http://www.absoluteurope.ch) zu veröffentlichen. Sofern die ABSI nach Vollzug des Angebots mehr als 98% der Stimmrechte von ABSE hält, beabsichtigt sie, im Sinne von Artikel 33 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel die Kraftloserklärung der restlichen sich noch im Publikum befindenden Aktien der ABSE zu beantragen. Zudem behält sich ABSI das Recht vor, nach Vollzug des Angebots die Aktien der ABSE dekotieren zu lassen.

---

<sup>1</sup> Quelle: Bloomberg

<sup>2</sup> In dieser Fairness Opinion sind Ausführungen zur steuerrechtlichen Behandlung nur allgemeiner Natur und beziehen sich insbesondere nur auf Aktionäre mit ausschliesslicher steuerlicher Ansässigkeit in der Schweiz. Das Steuerruling wurde ausschliesslich bei der eidgenössischen Steuerverwaltung und der kantonalen Steuerbehörde des Kantons Zug eingeholt. Eine unterschiedliche steuerrechtliche Interpretation des Sachverhaltes in einzelnen Kantonen kann nicht ausgeschlossen werden.

## **1.2. Auftrag des Verwaltungsrates der Absolute Europe Ltd. an die Bank Sarasin & Cie AG**

Der Verwaltungsrat der ABSE hat die Bank Sarasin & Cie AG, Zürich (Sarasin) mit der Erstellung eines Gutachtens (Fairness Opinion) zur ausschliesslichen Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des von der ABSI unterbreiteten Kaufangebots beauftragt.

Die Bank Sarasin erhält keine Entschädigung, die von den Aussagen dieser Fairness Opinion oder vom Erfolg des Kaufangebots bzw. des bezahlten Preises abhängt. Sie ist somit unabhängig von der ABSU-Gruppe.

Diese Fairness Opinion ist für den Verwaltungsrat der ABSE bestimmt und stellt keine Empfehlung für die Publikumsaktionäre der ABSE dar, das Kaufangebot von ABSI anzunehmen. Hingegen nimmt der Verwaltungsrat der ABSE im Rahmen seines Berichtes an die Aktionäre Stellung zum Kaufangebot und bezieht sich dabei auf die Fairness Opinion. Der Bericht des Verwaltungsrates an die Aktionäre ist Teil des Angebotsprospektes.

Die vorliegende Fairness Opinion stützt sich auf Informationen ab, deren Genauigkeit und Vollständigkeit wir annehmen und auf die wir uns verliessen, ohne diese Informationen von einem Dritten bestätigen oder prüfen zu lassen. Bezüglich der gemachten Angaben, Informationen und Daten, die uns zur Verfügung gestellt wurden, nahmen wir an, dass diese ordnungsgemäss erstellt worden sind. Im Weiteren hat sich Sarasin auf Zusicherungen des Verwaltungsrats von ABSE, von Mitarbeitern von Absolute Investment Services Ltd.<sup>3</sup>, von ABS als Investment Advisor und KPMG als Revisor gestützt, dass diese sich keiner Tatsache oder Umstände bewusst sind, wonach die verwendeten Informationen ungenau, irreführend oder unvollständig wären.

---

<sup>3</sup> Absolute Investment Services erbringt für ABSE Verwaltungs-, Marketing- und Administrationsdienstleistungen.

## 2. Beurteilungsgrundlagen

Sarasin hat für ihre Beurteilung die folgenden Grundlagen verwendet:

### 2.1. Unterlagen der Gesellschaft

- Statuten, Organisationsreglement, Emissionsprospekt vom 14. Juni 2000, Anlagerement
- Verträge mit dem Administrator Citco Fund Services N.V., Amsterdam, NL („Citco“), mit dem Investment Manager Pearl Investment Management Ltd., Nassau, Bahamas („Pearl“), mit dem Investment Advisor ABS Investment Management LLC, Greenwich, USA („ABS“) und mit Absolute Investment Services Ltd. („AIS“), Zürich
- Entwurf vom 24. Oktober 2006 der Voranmeldung des Kaufangebots von ABSI und Entwurf vom 6. November 2006 des Angebotsprospektes für das Kaufangebot von ABSI
- Tax Ruling vom 23./24. Oktober 2006 der eidgenössischen Steuerverwaltung und der kantonalen Steuerbehörde des Kantons Zug
- Durchsicht des Jahresabschlusses per 31. Dezember 2005 und des Halbjahresabschlusses per 30. Juni 2006 der ABSE
- Monatliche Reportings von Citco an ABSE von Januar 2006 bis September 2006
- Besprechung mit Vertretern des Verwaltungsrats von ABSE
- Besprechung mit Vertretern von AIS
- Besprechung mit Vertretern des Administrators Citco
- Besprechung mit dem Investment Advisor ABS
- Besprechung mit dem Revisor KPMG Fides Peat, Zürich („KPMG“)
- Monatliche, historische NAV Werte seit Gründung der ABSE
- Durchsicht der Verwaltungsratsprotokolle der ABSE der letzten 12 Monate

### 2.2. Finanzmarktdaten

- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter kotierter Schweizer Investmentgesellschaften (Vergleichsunternehmen), die wie ABSE im Bereich Hedge Funds tätig sind
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten (inkl. Prospekte) ausgewählter Transaktionen mit kotierten Schweizer Investmentgesellschaften (Vergleichstransaktionen), die wie ABSE im Bereich Hedge Funds tätig waren
- Preisinformationen zu gewissen Hedge Funds und ABSE



### **2.3. Methodisches Vorgehen von Sarasin**

Sarasin hat im Rahmen ihrer Arbeiten im Wesentlichen drei Themengebiete analysiert und beurteilt:

- Analyse des Halbjahresabschlusses 2006 auf allfällige Reserven (Kapitel 3.4) und des Reporting Prozesses auf dessen Marktkonformität (Kapitel 3.2)
- Analyse der Handlungsalternativen zur Annahme des Angebots aus Sicht Aktionäre (Kapitel 4)
- Beurteilung des Angebots mittels Vergleich der Abschlüsse ähnlicher kotierter Gesellschaften bzw. Transaktionen (Kapitel 5)

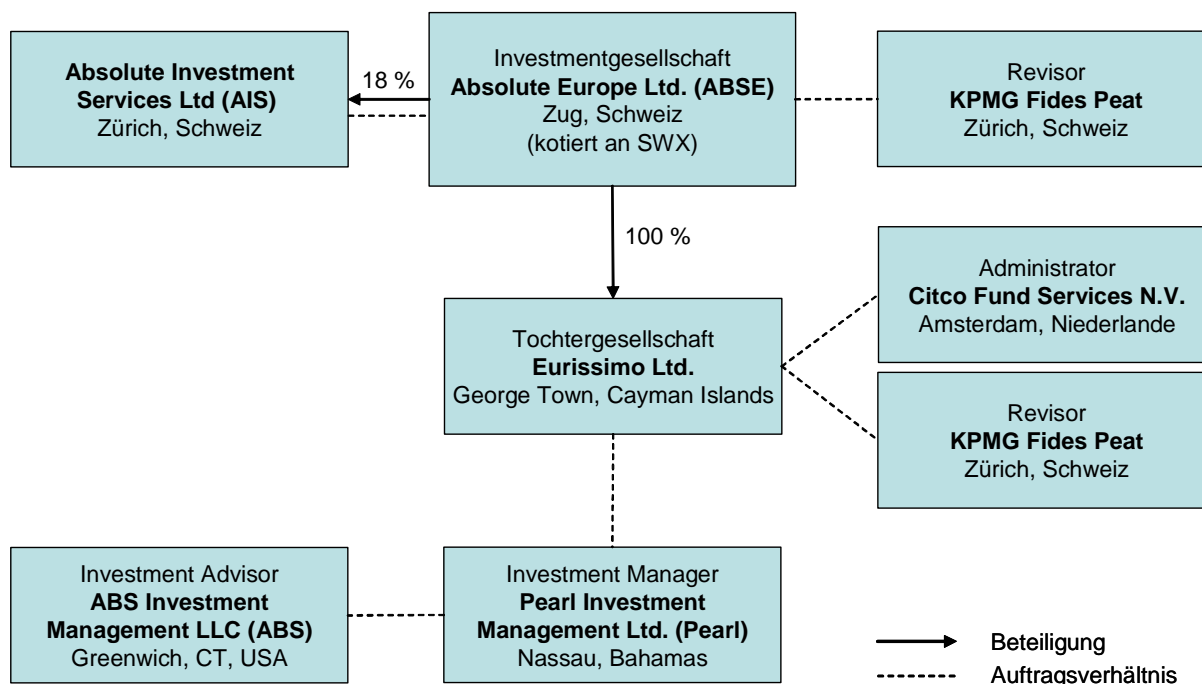
Ein Einblick in die Zusammensetzung der einzelnen Hedge Fund Portfolios, an denen ABSE Anteile besitzt, wurde Sarasin aufgrund der Geschäftspolitik der Hedge Funds nicht gewährt.

### 3. Die Absolute Europe Ltd. im Überblick

#### 3.1. Gruppenstruktur und Verträge

Die ABSE ist eine Investmentgesellschaft und hat keine eigenen Angestellten. Ihre operativen Aufgaben delegiert sie auf Mandatsbasis an Drittparteien. Abbildung 2 zeigt im Überblick die Struktur von ABSE.

**Abbildung 2: Überblick über die vereinfachte Struktur von ABSE (per 30. Juni 2006)**



Quelle: Gesellschaft, Halbjahresbericht 2006

Den Grossteil ihrer Investitionen hält ABSE über ihre Tochtergesellschaft Eurissimo. Die Investitionsentscheide werden von ABS als Investment Advisor und Pearl als Investment Manager getätigt. Citco ist Administrator von Eurissimo und ist für das NAV Reporting an ABSE zuständig (vgl. Ausführungen zum Reporting Prozess in Kapitel 3.2). Die AIS erledigt für ABSE insbesondere das Reporting gegenüber der Öffentlichkeit und ist für verschiedene administrative Aufgaben zuständig. Die vertragliche Beziehung zu einem zweiten Investment Advisor neben ABS (Credit Suisse Asset Management LLC, New York) wurde anfangs 2006 aufgelöst.



### 3.2. Reporting Prozess ABSE

Der Netto-Inventarwert (NAV) zu Marktwerten bildet üblicherweise die Basis zur Bewertung von Investmentgesellschaften und Funds. Im Falle von ABSE handelt es sich um einen klassischen Fund-of-Hedge-Funds. Die Aktiven bestehen also im Wesentlichen aus Hedge Fund Anteilen.

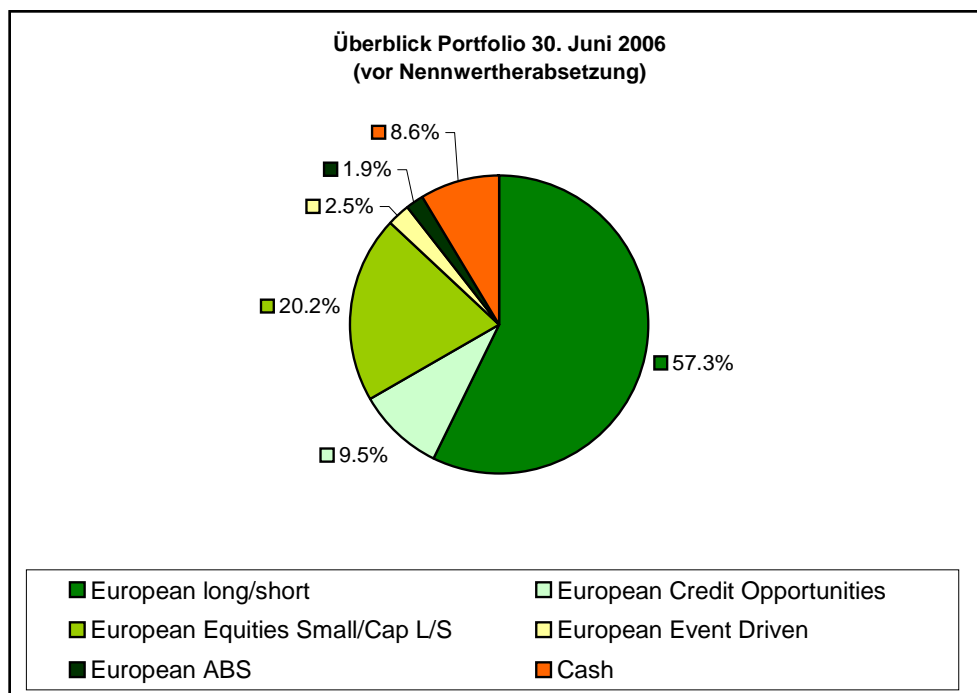
Die gemäss Angaben der ABSE und Citco (von den Hedge Funds) unabhängigen Administratoren der Hedge Funds, in welche ABSE durch ihre Tochtergesellschaft Eurissimo investiert ist, berechnen und liefern Citco (Administrator von Eurissimo) wöchentlich Schätzungen der NAVs der Hedge Fund Anteile. Zusätzlich übermitteln die Administratoren jeweils zum Stichtag Ende Monat mit einer Verzögerung von ca. 2 Monaten definitive NAVs. Einmal jährlich werden die Jahresrechnungen der Hedge Funds durch eine externe Revisionsfirma geprüft. Citco sammelt die erhaltenen NAV-Berechnungen der Fund Administratoren und plausibilisiert sie. Dies geschieht einerseits durch Quervergleiche der Performance in den entsprechenden Hedge Fund Segmenten, andererseits durch Vergleiche der gelieferten, aktuellen NAVs mit denjenigen der Vorwoche respektive des Vormonats. Ist eine markante positive oder negative Veränderung des NAVs eingetreten, werden weitere Abklärungen beim zuständigen Administrator und/oder direkt beim Hedge Fund Manager getätigt, ansonsten werden die gemeldeten Preise der Hedge Fund Anteile übernommen und der Eurissimo bzw. der Credit Suisse/Ernst&Young zur Berechnung des konsolidierten NAV von ABSE zugestellt. AIS plausibilisiert die von Citco erhaltenen Zahlen und die NAV von Credit Suisse zusätzlich.

Citco als Administrator von Eurissimo und Sarasin haben aufgrund des Geschäftsgeheimnisses der Hedge Funds keine Möglichkeit, Einsicht in die Zusammensetzung der einzelnen Hedge Fund Portfolios zu nehmen, in denen ABSE Anteile besitzt.

Aufgrund unserer Erfahrungen mit dem Reportingprozess in der Hedge Fund Industrie und die Abklärungen mit Vertretern von Citco, ABS, ABSE, ABSI und KPMG haben ergeben, dass der von ABSE implementierte Prozess der NAV-Kalkulation und -Kommunikation zweckmässig organisiert ist und dem branchenüblichen Ansatz entspricht. Die Überprüfung der NAV's mittels Stichproben hat keine wesentliche Abweichung der ausgewiesenen Werte mit denjenigen aus Bloomberg ergeben.

### 3.3. Portfoliozusammensetzung und -entwicklung

Die ABSE verfügt über ein Anlageportfolio (inkl. liquide Mittel) von rund EUR 350 Mio per 30. Juni 2006. Die folgende Graphik zeigt dessen Zusammensetzung unterteilt nach Anlagestrategien:

**Abbildung 3: Anlageportfolio ABSE per 30. Juni 2006**

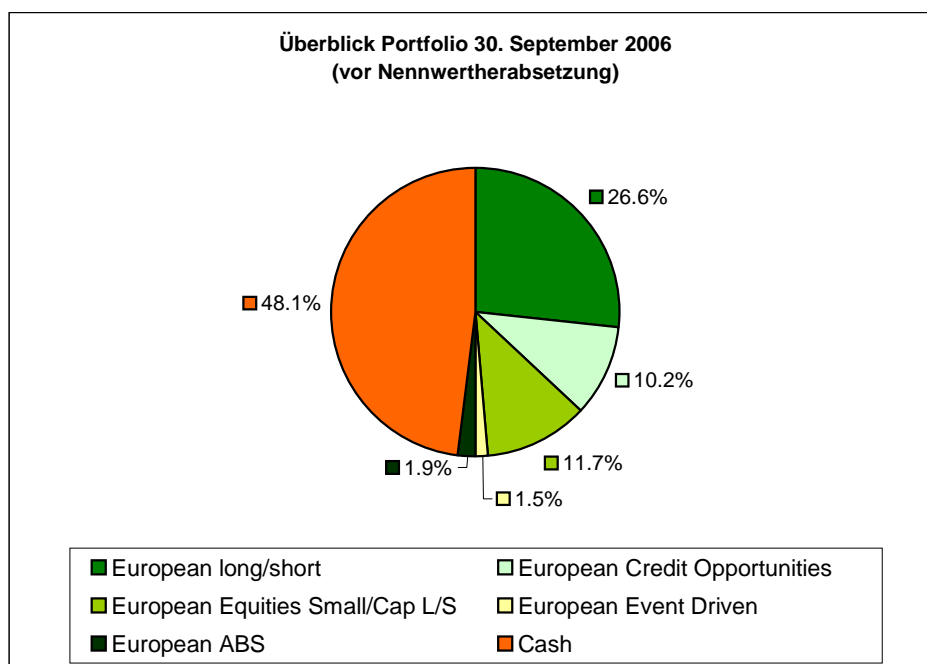
Quelle: Halbjahresbericht ABSE 2006

Der NAV pro Aktie der ABSE betrug per 30. Juni 2006 € 69.09 je Inhaberaktie. Die meisten Anlagen werden in nicht kotierten Anlagevehikeln getätigt, welche in der Regel eine mehrmonatige Kündigungsfrist aufweisen. Ausnahmen sind die beiden Anlagen in Mach Hitech AG (€ 6.7 Mio) und Queens Walk Investment Ltd. (€ 6.7 Mio) welche zusammen ca. 3.8% der Aktiven ausmachen.

### Veränderung Anlageportfolio

Im Hinblick auf die Nennwertherabsetzung vom 26. Oktober 2006 nahm der Anteil liquider Mittel am Gesamtportfolio nach dem 30. Juni 2006 markant zu. Dies wurde im Wesentlichen dadurch erreicht, dass das von CSAM verwaltete Portfolio liquidiert wurde.<sup>4</sup> Per 30. September 2006 sah das Anlageportfolio von ABSE folgendermassen aus:

<sup>4</sup> Am 9. Januar 2006 wurde des „Investment Advisory Agreement“ mit der CSAM gekündigt.

**Abbildung 4: Anlageportfolio per 30. September 2006 vor Nennwertherabsetzung**

Quelle: Monatsbericht September 2006

### Entwicklung NAV seit dem 30. Juni 2006

Der monatlich veröffentlichte NAV je Inhaberaktie hat sich vom 30. Juni 2006 bis am 30. September 2006 von € 69.09 auf € 69.78<sup>5</sup> gesteigert. Der aktuellste, wöchentlich **geschätzte** NAV je Inhaberaktie vom 31. Oktober 2006 beläuft sich auf € 45.31 (nach Nennwertrückzahlung von CHF 39.90<sup>6</sup> per 26. Oktober 2006). Eine Vergangenheitsanalyse hat gezeigt, dass die wöchentlichen Schätzwerte nur marginal von den monatlich festgestellten, definitiven Werten abweichen, weshalb wir für unsere Analysen den vorstehend erwähnten, aktuellsten geschätzten NAV vom 31. Oktober 2006 verwendet haben. AIS ist sich keiner Sachverhalte bewusst, welche die Verwendung dieses NAV als unangemessen erscheinen lässt.

ABSE hat am 26. Oktober 2006 - basierend auf dem Beschluss der Generalversammlung vom 30. Mai 2006 - ihr Aktienkapital um CHF 209'951'565.60 auf CHF 526'194.40 herabgesetzt. Dies entspricht einer Reduktion des Nominalwerts je Inhaberaktie von CHF 40.00 um CHF 39.90 auf neu CHF 0.10 je Inhaberaktie.

Historische Abschläge wurden im Rahmen dieser Fairness Opinion nicht um die Nennwertherabsetzung korrigiert, sondern so ausgewiesen wie sie historisch beobachtet wurden.

<sup>5</sup> Vorläufige Schätzung

<sup>6</sup> Bei einem €/CHF Kurs von 1.59 entspricht dies € 25.09

### 3.4. Weitere Gesichtspunkte

Sarasin hat im Hinblick auf die Erstellung dieser Fairness Opinion die Verwendung allfälliger Verlustvorträge, die Bewertung der Beteiligung an AIS und die Fremdfinanzierung mit dem Verwaltungsrat bzw. Vertretern der AIS besprochen.

**Verlustvorträge:** ABSE selbst kann die vorhandenen Verlustvorträge von € 99 Mio per 30. Juni 2006 nicht nutzen, da sie praktisch keine Steuern bezahlt. Der Verwaltungsrat hat in der Vergangenheit die Verwendung der Verlustvorträge geprüft, hat aber keine vertretbare Verwendung im Rahmen des Gesellschaftszwecks gefunden, die gleichzeitig aus steuerlicher Sicht unbedenklich ist. Eine Anpassung des NAV aufgrund der Verlustvorträge hat sich deshalb erübrigt. Die Verlustvorträge sind nicht in der Jahresrechnung der ABSE aktiviert worden.

**Beteiligungen:** Die einzige Beteiligung im Anlagevermögen von ABSE die im Halbjahresbericht 2006 nicht zum „fair value“ ausgewiesen wurde, ist AIS – sie ist zum anteiligen Eigenkapital bilanziert. AIS erbringt Dienstleistungen für verschiedene Investment Gesellschaften. Die 18%-Beteiligung der ABSE an AIS ist im Halbjahresbericht 2006 mit einem Wert von € 51'164 in der Bilanz von ABSE enthalten. Das Eigenkapital von AIS beträgt total € 285'597 und der Reingewinn € 38'211. Aufgrund dieser Werte und unserer Diskussion mit dem Management von AIS sehen wir keinen Bedarf für eine Anpassung des NAV der ABSE.

**Verzinsliches Fremdkapital:** Insbesondere bei langfristigen, festverzinslichen Finanzierungen kann eine Veränderung des Marktzinsniveaus dazu führen, dass der Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals von dessen Nominalwert abweicht. Gemäss den Aussagen des Managements von AIS hat ABSE keine langfristigen, festverzinslichen Finanzierungen ausstehend. Das verzinsliche Fremdkapital betrug per 30. Juni 2006 nur gerade € 19'676. Wir sehen deshalb keinen Bedarf für eine Anpassung des NAV der ABSE.



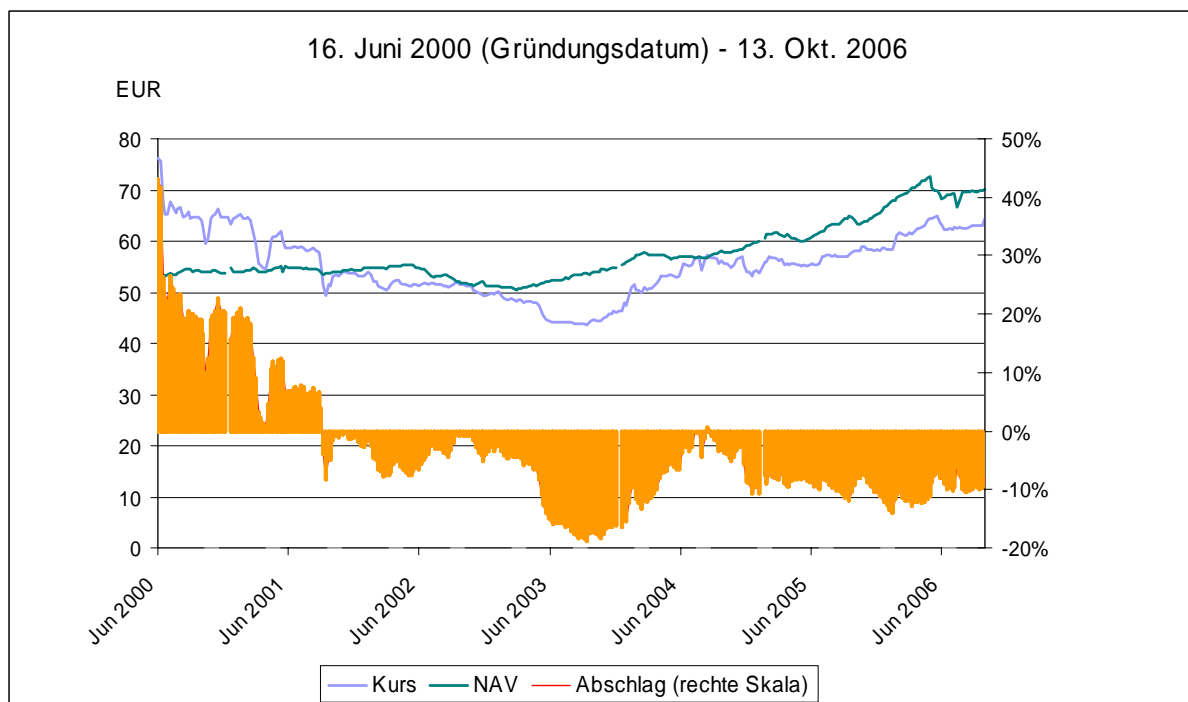
## 4. Vergleich der Alternativen aus Sicht Aktionäre

In den Kapiteln 4.1 bis 4.3 werden die Alternativen zur Annahme des Kaufangebots aus Sicht der Aktionäre von ABSE dargestellt. Die steuerlichen Folgen und der Steuerstatus des einzelnen Aktionärs spielen dabei eine wichtige Rolle.

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

Für einen Aktionär stellt der Verkauf seiner Aktien über die Börse während der Angebotsfrist eine Alternative zur Annahme des Kaufangebots dar. Der im Rahmen eines Verkaufs an der Börse erzielbare Preis kann zwar im heutigen Zeitpunkt nicht festgesetzt werden, ist aber im Zeitpunkt eines allfälligen Verkaufsentscheids dem Aktionär bekannt. Kann ein Aktionär mittels eines Verkaufs über die Börse einen höheren Nettoerlös erzielen als durch Annahme des Angebots, so ist diese Alternative attraktiv. Abbildung 5 zeigt allerdings, dass der durchschnittliche Abschlag des Aktienkurses vom NAV in den vergangenen 2 Jahren meistens grösser war als der Abschlag, der aus der Annahme des Kaufangebots resultiert. Es sind somit aus heutiger Sicht keine Gründe ersichtlich, warum der Aktienkurs von ABSE nach Veröffentlichung des Angebots über den Angebotspreis steigen sollte.

**Abbildung 5: Historische Entwicklung des Abschlags seit Gründung**



Quelle: Bloomberg

Des Weiteren gilt es zu bedenken, dass das Kaufangebot im Gegensatz zu einem Verkauf über die Börse allen Aktionären eine vollständige Veräusserung ihrer Bestände zu einem Einheitspreis ermöglicht. Die beschränkte Liquidität an der Börse macht die Veräusserung grösserer Positionen ohne Preiskonzessionen schwierig.



Da das von ABSI unterbreitete Kaufangebot an keine Bedingungen geknüpft ist, entfällt das Transaktionsrisiko für den Aktionär. Er hat heute die Sicherheit, dass er zum offerierten Kaufpreis vollständig aus seinem Investment aussteigen kann. Im Vergleich zu einem Verkauf an der Börse muss er jedoch bei Annahme des Angebots bis zum voraussichtlichen Auszahlungsdatum am 29. Januar 2007 warten, bis er den Verkaufserlös gutgeschrieben erhält. Andererseits entfällt für den andienungswilligen Aktionär die Umsatzabgabe, da diese von der ABSI bezahlt wird.

#### **4.2. Liquidation der Gesellschaft und Auszahlung des Liquidationserlöses**

Würde die ABSE ihre Liquidation beschliessen, müssten anschliessend alle Aktiven verkauft werden und der nach Begleichung aller Verbindlichkeiten übrig bleibende Liquidationserlös käme zur Ausschüttung an die Aktionäre, wobei es die bei den Aktionären anfallenden Steuern zu berücksichtigen gilt.

#### **Steuerliche Beurteilung<sup>7</sup>**

Für Schweizer Aktionäre, welche die Aktien im Geschäftsvermögen halten bzw. als professionelle Wertschriftenhändler gelten („Institutionelle Aktionäre“), kommt das Buchwertprinzip zur Anwendung. D.h. die Differenz zwischen Liquidationserlös und steuerlich massgeblichem Buchwert unterliegt der Einkommens- und Gewinnsteuer. Somit sind die Steuerfolgen im Rahmen einer Liquidation vergleichbar mit derjenigen einer Veräusserung im Rahmen des Kaufangebots.<sup>8</sup>

Für Schweizer Aktionäre, welche die Aktien im Privatvermögen halten („Privataktionär“), ist die Differenz zwischen dem Liquidationserlös und dem Nennwert steuerbar. Da der Nennwert je Inhaberaktie nur noch CHF 0.10 beträgt, würde quasi der gesamte Liquidationserlös der Einkommenssteuer unterliegen. Der Vergleich zu einem steuerfreien Verkauf im Rahmen des Kaufangebots zeigt, dass für Privataktionäre die Liquidation eine nachteilige Alternative darstellt, die es zu vermeiden gilt.

Die Differenz zwischen dem Liquidationserlös und dem Nennwert unterliegt ebenfalls der Schweizer Verrechnungssteuer von 35%. Diese kann je nach Domizil bzw. Ansässigkeit vollständig, teilweise oder gar nicht zurückgefordert werden.

Die steuerlichen Konsequenzen einer Liquidation sind je nach Aktionär zwar unterschiedlich aber insbesondere im Fall von Schweizer Privataktionären im Vergleich zum Kaufangebot oder einem Verkauf über die Börse nachteilig, da sie zu einem wesentlich tieferen Erlös netto nach Steuern führen.

---

<sup>7</sup> In dieser Fairness Opinion sind Ausführungen zur steuerrechtlichen Behandlung nur allgemeiner Natur und beziehen sich insbesondere nur auf Aktionäre mit ausschliesslicher steuerlicher Ansässigkeit in der Schweiz. Das Steuerruling wurde ausschliesslich bei der eidgenössischen Steuerverwaltung und der kantonalen Steuerbehörde des Kantons Zug eingeholt. Eine unterschiedliche steuerrechtliche Interpretation des Sachverhaltes in einzelnen Kantonen kann nicht ausgeschlossen werden.

<sup>8</sup> Eine Differenz besteht in der zeitlichen Verzögerung bei der Rückerstattung der Verrechnungssteuer im Falle der Liquidation.



## Wertveränderung und Risiken im Rahmen eines Liquidationsszenarios

Nebst dem NAV gilt es in einem Liquidationsszenario auch allfällige Mehr- oder Minderwerte zu berücksichtigen. Abhängig vom Kündigungsdatum schätzen wir, dass aufgrund der Kündigungsklauseln die Auflösung der Administrations-, Management- und Advisory Verträge Mehrkosten im Umfang von knapp 1% des NAV verursachen dürften. Diese Mehrkosten entstehen im Wesentlichen dadurch, dass bis zum Ablauf der Kündigungsfrist weiterhin Kommissionen an die Vertragspartner zu bezahlen sind. Weitere Mehrkosten ergeben sich aus den Anwalts- und Revisionskosten, die im Rahmen der Liquidation anfallen würden.

Ein Liquidationsszenario birgt jedoch auch massgebliche Risiken aus Sicht der Aktionäre. So würde eine Liquidation gemäss AIS ca. ein Jahr in Anspruch nehmen. Der Aktionär würde somit den Liquidationserlös bzw. Teile davon erst mit einer erheblichen Verspätung erhalten. Ebenfalls besteht ein Transaktionsrisiko, da die Liquidation zuerst noch von der Generalversammlung mit einer qualifizierten Mehrheit beschlossen werden müsste.

Es besteht ein nicht zu unterschätzendes Risiko, dass im Anschluss an einen Liquidationsbeschluss ein Verkauf von Aktien durch Privataktionäre an Institutionelle von den Steuerbehörden als ein Umgehungsgeschäft taxiert würde. Dies dürfte sich auch negativ auf den Aktienkurs auswirken.

Selbst kotierte Investmentgesellschaften mit teils liquiden Investitionen wurden in der Vergangenheit kaum liquidiert.<sup>9</sup> Stattdessen wurde eine Reihe von Investmentgesellschaften durch Zusammenschlüsse mit Dritten oder durch Übernahmen oder Überführung in Fonds ganz oder teilweise von der Börse genommen.<sup>10</sup> Die Praxis zeigt somit, dass die freiwillige Liquidation ein wirtschaftlich betrachtet unattraktiver Weg ist, der selten eingeschlagen wird.

### 4.3. Ablehnung des Kaufangebots in Erwartung der vollständigen Rückbildung des Abschlags

In Erwartung einer allfälligen zukünftigen vollständigen Rückbildung des Abschlags von ABSE könnte ein Aktionär das Angebot ablehnen und die ABSE Aktien behalten. Ein Vergleich dieser Alternative mit der Annahme des Angebots und anschliessender Reinvestition des Verkaufserlöses bei einer anderen kotierten Investmentgesellschaft im Bereich Hedge Funds zeigt jedoch, dass sich der Aktionär mit der Annahme und Reinvestition bei einer anderen Investmentgesellschaft einen höheren Abschlag „einkaufen“ kann. Die zu erwartende eingeschränkte Liquidität von ABSE nach Abschluss des vorliegenden Angebots macht die ABSE Aktien im Vergleich zu anderen vergleichbaren Investmentgesellschaften zusätz-

---

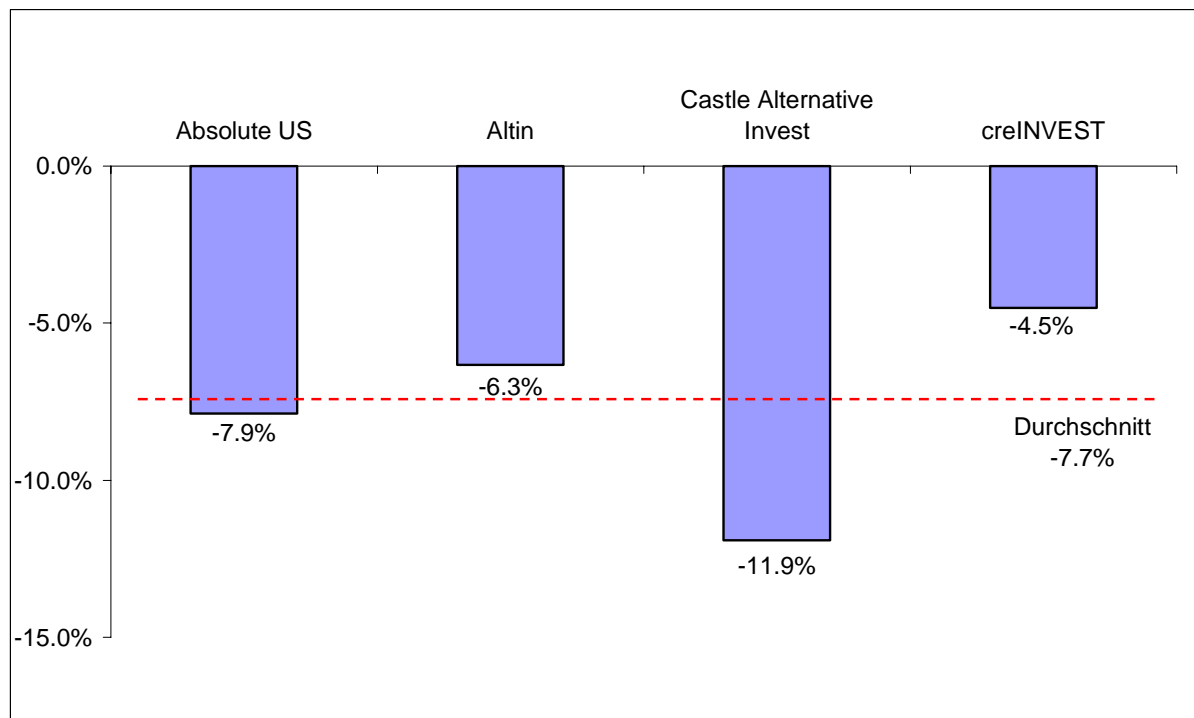
<sup>9</sup> Eine Ausnahme war Prime New Energy AG (2005). Der letzte Kurs am 30. Januar 2006 stand bei CHF 37.50. Der Nennwert machte noch CHF 30 aus, womit ein Grossteil des potenziellen Liquidationserlöses steuerlich vorteilhaft als Nennwertrückzahlung vorgenommen werden konnte. Die Mehrheit der Aktionäre waren gemäss Jahresbericht vom 31. März 2005 Institutionelle Aktionäre.

<sup>10</sup> Z.B. Sopafin, Société de participations financières (2002), Absolute Invest AG (2003), Pelham Investments SA (2004), Optical Investments AG (2004), ZKB Visionen (2004), EIC Electricity SA (2003/2005), Mach Hitech AG (2005), Swiss Small Cap Invest AG (2005), Absolute Managers AG (2005), Acorn Alternative Investments AG (2006)



lich unattraktiv. Die folgende Abbildung zeigt die aktuellen Abschläge von vergleichbaren Investmentgesellschaften.

**Abbildung 6: Anlagealternativen zu ABSE und deren aktuelle Abschläge (Stichtag: 8. November 2006)<sup>11</sup>**



Quelle: Bloomberg; Sarasin

#### 4.4. Zusammenfassung der Alternativen aus Sicht Aktionäre

Im Vergleich mit historischen Abschlägen und im Vergleich mit dem Liquidationsszenario stellt das Kaufangebot vor allem für Privataktionäre eine attraktive Ausstiegsmöglichkeit dar, welche einerseits wesentlich geringere Transaktionsrisiken aufweist als eine Liquidation und andererseits auch aus steuerlicher Sicht attraktiv (Privataktionäre) bzw. neutral (institutionelle Aktionäre) ist.

Für ABSE Aktionäre, welche die Aktien im Geschäftsvermögen halten, kann nicht ausgeschlossen werden, dass ein zukünftiger Nettoliquidationserlös (nach Kosten und Steuern) leicht höher wäre als der angebotene Preis. Dem geringen Gewinnpotenzial im Rahmen eines Liquidationsszenarios stehen aber wesentliche Transaktionsrisiken gegenüber. Zudem würde die Auszahlung des Liquidationserlöses erst zu einem wesentlich späteren Zeitpunkt stattfinden können.

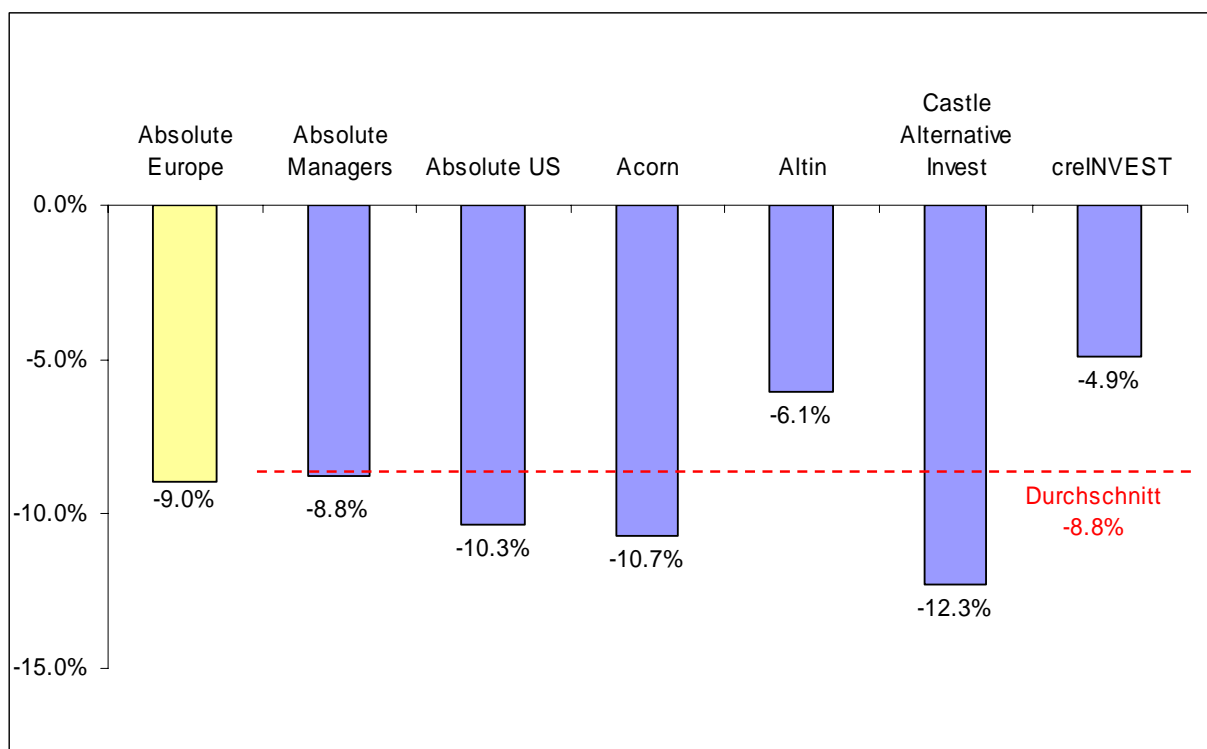
<sup>11</sup> Die aktuellen Abschläge von Absolute Managers (-4.1%) und Acorn (-1.6%) wurden nicht in die Beurteilung einbezogen, da diese u.E. wegen des minimalen Free float von Absolute Managers und wegen des laufenden Umtauschangebots von Acorn nicht repräsentativ sind.

## 5. Vergleich mit dem Abschlag ähnlicher kotierter Gesellschaften bzw. Transaktionen

### 5.1. Ähnliche kotierte Gesellschaften

Abbildung 7 zeigt die Abschläge des Aktienkurses im Vergleich zum NAV von verschiedenen an der Schweizer Börse kotierten Investmentgesellschaften, die wie ABSE in Hedge Funds investieren (Vergleichsgesellschaften). Zur Berechnung der Abschläge wurden die Durchschnitte der wöchentlichen Abschläge während der letzten 12 Monate einander gegenübergestellt.<sup>12</sup>

**Abbildung 7: Vergleich des Abschlags ähnlicher kotierter Gesellschaften an der SWX (Durchschnitt letzte 12 Monate)**



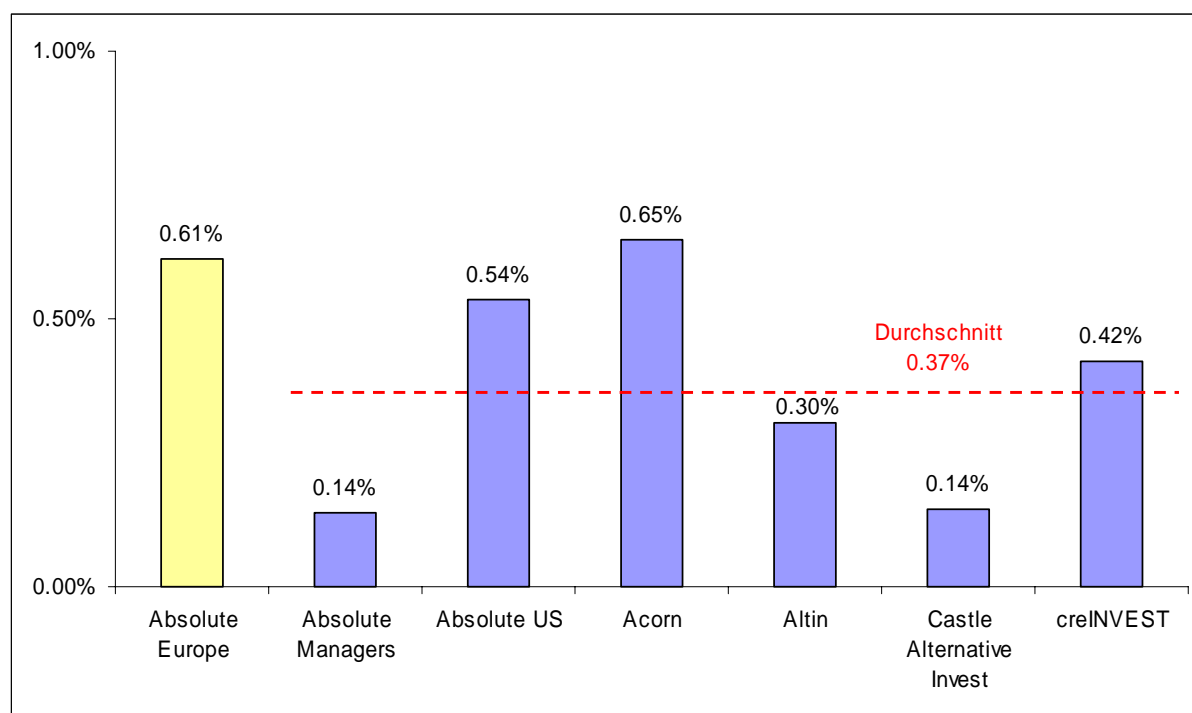
Quelle: Bloomberg, Sarasin

Der Vergleich des von ABSI im Rahmen des Kaufangebots offerierten Abschlags (Angebot zu NAV) von 6.0% mit den Abschlägen (Aktienkurs zu NAV) der Vergleichsgesellschaften zeigt, dass der angebotene Abschlag geringer ist als der Marktdurchschnitt von -8.8%.

<sup>12</sup> Quelle: Bloomberg; Stichtag: 8. November 2006

Abbildung 8 zeigt die Liquidität von Vergleichsgesellschaften. Die Grafik weist das wöchentlich gehandelte Volumen in Prozent der total ausstehenden Aktien während der letzten 12 Monate aus<sup>13</sup>. Je höher die Prozentzahl umso grösser ist die Liquidität des Titels, was aus Sicht Aktionär positiv ist.

**Abbildung 8: Liquiditätsanalyse ähnlicher kotierter Gesellschaften an der SWX (Hedge Funds)**



Quelle: Bloomberg, Sarasin

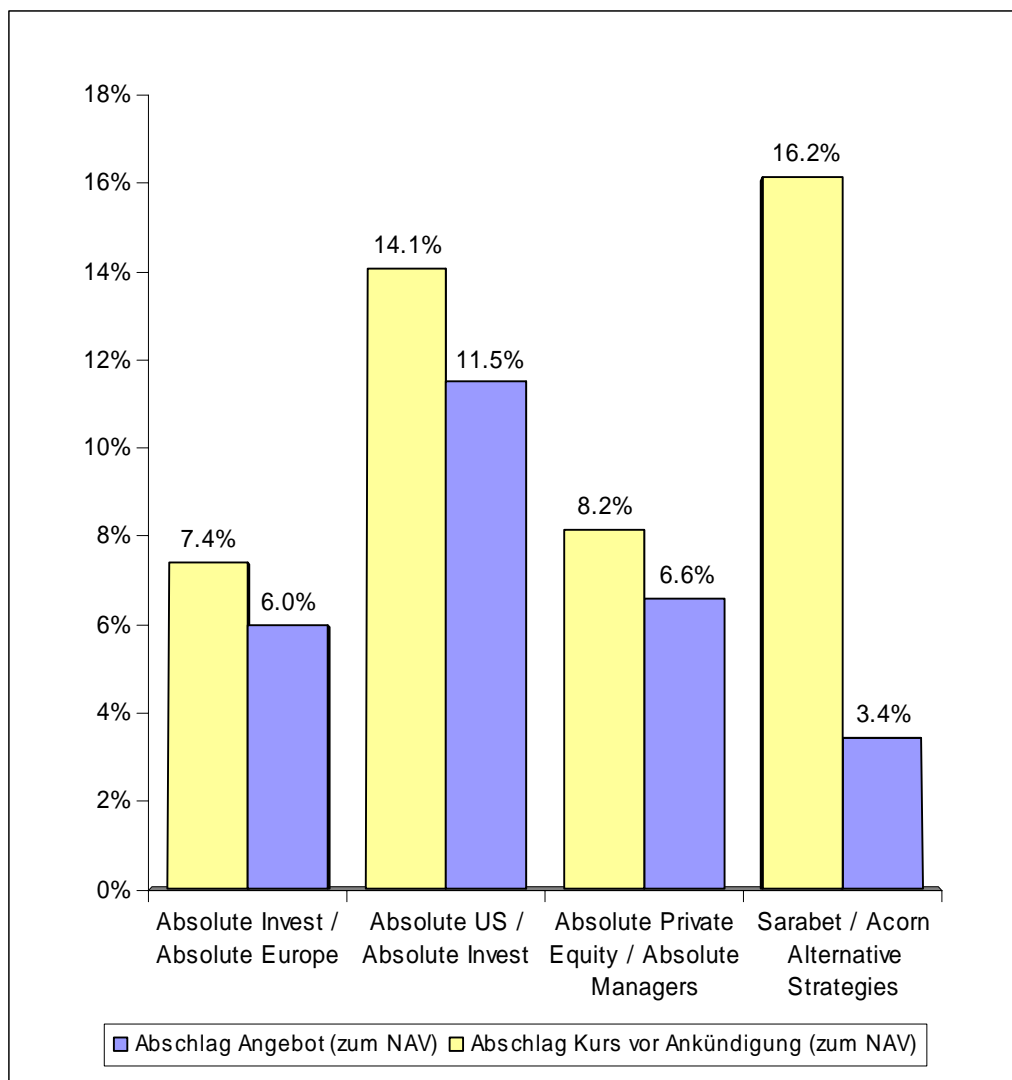
Eine effiziente Preisgestaltung an den Kapitalmärkten wird massgeblich durch die gehandelten Volumina bestimmt. ABSE liegt, was die Liquidität anbelangt, im Vergleich zur (kotierten) Schweizer Hedge Fund Branche etwas über dem Durchschnitt. Die Annahme eines relativ effizienten Marktes und einer daraus folgenden marktkonformen Preisbestimmung für ABSE Aktien ist unseres Erachtens gerechtfertigt.

## 5.2. Ähnliche Transaktionen

Abbildung 9 zeigt die Abschläge, welche im Rahmen ähnlicher Transaktionen bezahlt wurden und die Abschläge am Tag vor der Ankündigung der Transaktion<sup>14</sup>. Nebst dem Umtauschangebot an die Acorn Aktionäre, welches allerdings keine Barkomponente enthielt, weist das vorliegende Kaufangebot den geringsten Abschlag auf.

<sup>13</sup> Quelle: Bloomberg (Volumen), SWX (Anzahl ausstehende Aktien); Stichtag: 8.11.2006; ohne Berücksichtigung der 2. Handelslinie

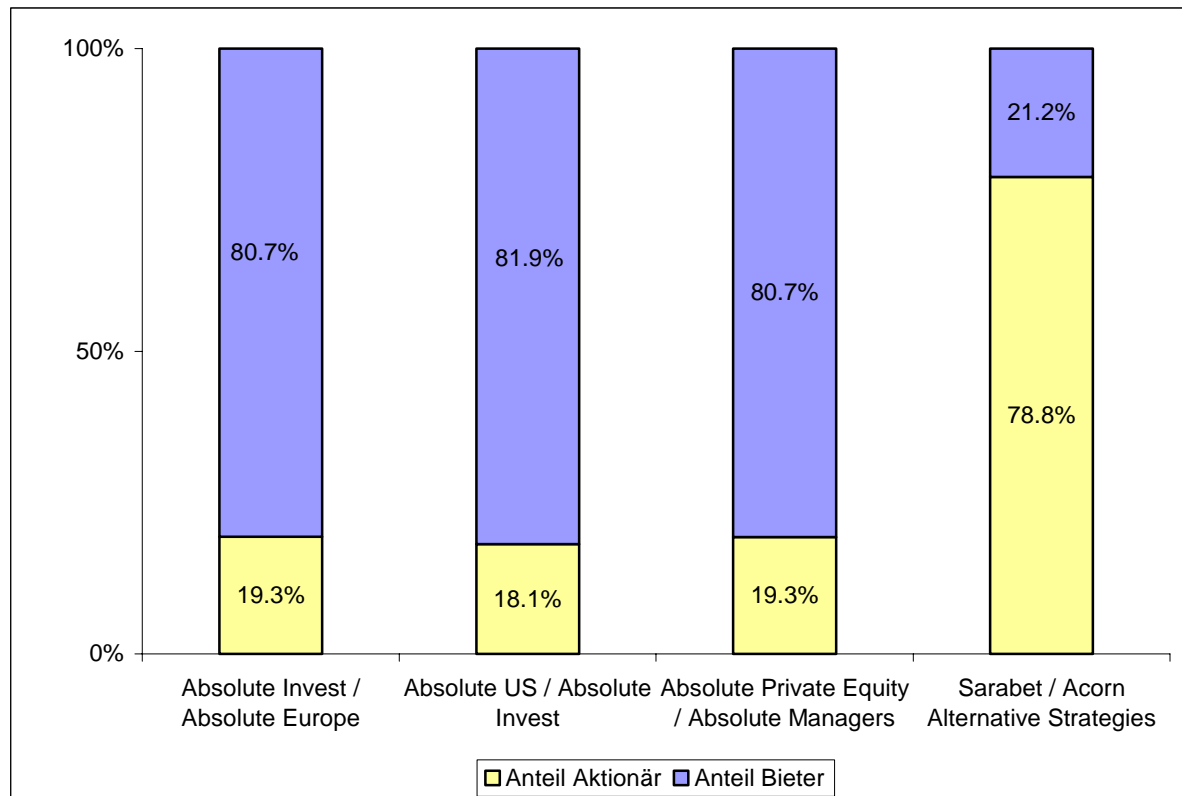
<sup>14</sup> Für das Angebot von ABSI für ABSE wurde der Schlusskurs vom 10. November 2006 verwendet.

**Abbildung 9: Abschläge im Rahmen ähnlicher Transaktionen an der SWX**

Quelle: Bloomberg, Sarasin

Abbildung 10 zeigt die Aufteilung des Gesamtabschlags, vor Veröffentlichung des Übernahmeangebots<sup>15</sup> in die durch den Bieter offerierte Prämie und den für den Aktionär verbleibenden Abschlag. Im Falle von ABSE beispielsweise beträgt der Abschlag im Rahmen des Angebots 6%. Dies entspricht 80.7 % des Abschlags, der am 10. November 2006 vor Ankündigung des Angebots festgestellt wurde (7.4 %).

<sup>15</sup> Kurs der Aktie einen Börsentag vor Voranmeldung, Beim Angebot von Sarabet an die Acorn Aktionäre handelt es sich um ein Umtauschangebot. Zur Berechnung des von Sarabet offerierten Preises wurde auf die Angebotskonditionen am ersten Tag der Angebotsfrist (29.9.2006) abgestellt / Beim Angebot von ABSI für ABSE wurde der aktuellste geschätzte NAV vom 31. Oktober 2006 und der Schlusskurs vom 10. November 2006 verwendet.

**Abbildung 10: Aufteilung des Gesamtabzlags vor der Transaktion zwischen Bieter und Aktionären**

Quelle: Bloomberg, Sarasin

Das Angebot von Sarabet/Acorn Alternative Strategies war im Unterschied zu den anderen Angeboten kein Barangebot, sondern ein Umtauschangebot. Die Acorn Aktionäre erhalten dabei einen Fonds, der im Wesentlichen dieselben Aktiven aufweisen wird wie Acorn zuvor<sup>16</sup>. Somit ist die Sarabet/Acorn Transaktion schlecht geeignet zur Beurteilung des vorliegenden Barangebotes. Die Transaktion ist eigentlich eine Umwandlung einer Investmentgesellschaft (AG) in einen Anlagefonds.

Bei den anderen Vergleichstransaktionen handelt es sich um Barangebote, die zwar jeweils von einer der Credit Suisse nahe stehenden Gesellschaft unterbreitet wurden. Die jeweiligen Barangebote<sup>17</sup> richteten sich jedoch an die Publikumsaktionäre und die hohen Andienungsquoten von 94.6% (Absolute Managers) und 99.8% (Absolute Invest) zeigen, dass diese Angebote eine ausgezeichnete Akzeptanz erreichten.

<sup>16</sup> Es handelt sich bei der vom Bieter angebotenen Entschädigung um Anteile eines Anlagefonds (Fund of Hedge Funds mit derselben Investitionsstrategie), der die heutigen Aktiven von Acorn übernehmen wird.

<sup>17</sup> Beim Angebot für die Absolute Invest konnte der Aktionär zwischen einer Barabfindung oder einem Umtausch in Aktien der Absolute US wählen.

Im Vergleich mit den anderen Barangeboten erscheint uns die Aufteilung des Abschlags zwischen dem Aktionär und dem Bieter angemessen. In diesem Zusammenhang wird nochmals darauf hingewiesen, dass Aktionäre, welche ihre Aktien andienen die Möglichkeit haben, sich zu einem höheren Abschlag bei vergleichbaren Investmentgesellschaften zu engagieren (vgl. Kapitel 4.3).

## 6. Ergebnis der Fairness Opinion

Basierend auf den dieser Fairness Opinion zugrunde liegenden Analysen und Überlegungen beurteilen wir das Kaufangebot von ABSI als finanziell angemessen. Diese Aussage stützt sich insbesondere auf die Analysen mit Vergleichsunternehmen und Vergleichstransaktionen mit Barabfindung.

Zusätzliche Analysen zu den Vorteilen und Risiken im Zusammenhang mit Handlungsalternativen der ABSE Aktionäre unter Berücksichtigung der steuerlichen Folgen für unterschiedliche Aktionärsgruppen sind in der Fairness Opinion enthalten. Aufgrund der Ausrichtung der ABSE als Investitionsvehikel für Privataktionäre sind wir der Ansicht, dass ein Liquidations-szenario, obwohl für institutionelle Investoren neutral bzw. evtl. positiv, wenig realistisch ist.

Zürich, 10. November 2006

**Bank Sarasin & Cie AG**

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess

## 7. Anhang

### Abkürzungsverzeichnis / Glossar

ABS	ABS Investment Management LLC, Greenwich, USA
ABSE	Absolute Europe Ltd., Zug
ABSI	Absolute Invest Ltd., Zug
ABSU	Absolute US Ltd., Zug
ABSU Gruppe	Absolute US Ltd., Zug inkl. deren Tochtergesellschaften gemäss Abbildung 1
Angebotspreis	€ 42.60, der im Rahmen des Kaufangebots von ABSI offerierte Preis
AIS	Absolute Investment Services Ltd, Zurich
Citco	Citco Fund Services N.V., Amsterdam, NL
CSAM	Credit Suisse Asset Management LLC, New York
Institutioneller Aktionär	Schweizer Aktionäre, welche die Aktien aus steuerrechtlicher Sicht im Geschäftsvermögen halten bzw. als professionelle Wertschriftenhändler gelten
NAV	Net Asset Value (= Netto-Inventarwert). Der NAV je Inhaberaktie ist der Netto-Inventarwert dividiert durch die Anzahl der sich im Umlauf befindlichen Aktien.
Pearl	Pearl Investment Management Ltd., Nassau, Bahamas
Privataktionär	Schweizer Aktionäre, welche die Aktien aus steuerrechtlicher Sicht im Privatvermögen halten
SWX	SWX Swiss Exchange, Schweizer Börse