

Bank Sarasin & Cie AG, Basel

Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrates der Bank Sarasin & Cie AG

betreffend die

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Kaufangebots der IPB Holding
B.V. („IPB Holding“), Utrecht, einer Tochtergesellschaft der Coöperatieve
Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. („Rabobank“) für alle Namenaktien der
Kategorie B der Bank Sarasin & Cie AG („Sarasin“), Basel

Zürich, den 9. Februar 2007

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung	4
1.1	Ausgangslage	4
1.2	Auftrag des Verwaltungsrates der Sarasin an KPMG AG	4
1.3	Beziehungen zwischen der Bank Sarasin und Rabobank	5
1.4	Beurteilungsvorgehen	6
1.5	Beurteilungsgrundlagen	6
1.6	Haftungseinschränkung	7
2	Bank Sarasin im Überblick	8
2.1	Überblick	8
2.2	Geschäftsbereiche	8
2.3	Geschäftsverlauf 2006	11
2.4	Strategie und Business-Plan 2008 bis 2010	12
2.5	Budget 2007	12
2.6	Risiken	12
3	Analyse und Bewertung	14
3.1	Angewendete Bewertungsmethoden und Analysen	14
3.2	Bewertungszeitpunkt und Informationsbasis	14
3.3	Bewertung mittels Dividenden-Diskontierungs-Methode	14
3.3.1	Methodik	14
3.3.2	Anwendung der Dividenden-Diskontierungs-Methode	15
3.3.3	Resultat der Dividenden-Diskontierungs-Methode	17
3.4	Marktbewertung	17
3.4.1	Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen	17
3.4.2	Resultat der Marktbewertung vergleichbarer kotierter Unternehmen	18
3.4.3	Marktbewertung anhand Transaktionen vergleichbarer Unternehmen	18
3.4.4	Resultat der Marktbewertung vergleichbarer Transaktionen	19
3.5	Analyse bezahlter Prämien im Rahmen öffentlicher Übernahmen	19
3.6	Analyse der historischen Aktienpreise und Handelsvolumen	20
4	Schlussfolgerung	23

Abkürzungsverzeichnis

AuM	Assets under Management
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel („Börsengesetz“)
BEHV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommision über die Börsen und den Effektenhandel
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officer
CHF	Schweizer Franken
CRM	Customer Relationship Manager
DCF	Discounted Cash Flow
DDM	Dividenden-Diskontierungs-Methode
EUR	Euro
I/B/E/S	Institutional Brokers' Estimates
IPB Holding	IPB Holding B.V.
KPMG	KPMG AG
Mia.	Milliarden
Mio.	Millionen
NAV	Net Asset Value
P	Price (Marktkapitalisierung)
p.a.	per annum (pro Jahr)
Sarasin	Bank Sarasin & Cie AG
UEK	Übernahmekommission
USD	US Dollar

1 Einführung

1.1 Ausgangslage

Die Bank Sarasin & Cie AG („Bank Sarasin“ oder „Gesellschaft“), mit Sitz in Basel (Schweiz), ist eine kotierte Aktiengesellschaft nach schweizerischem Recht. Das Aktienkapital von CHF 61'155'300 besteht aus Namenaktien der Kategorie A (Nominalwert CHF 20, Anzahl 550'000, „Namenaktien A“) und Namenaktien der Kategorie B (Nominalwert CHF 100, Anzahl 501'553, „Namenaktien B“). Die Namenaktien B sind an der SWX Swiss Exchange kotiert.

Die IPB Holding B.V. („IPB Holding“), mit Sitz in Utrecht (Niederlande), ist eine Gesellschaft nach niederländischem Recht und zu 100% eine Tochtergesellschaft der Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. (Niederlande) (gesamthaft „Rabobank-Gruppe“ oder „Rabobank“).

IPB Holding hielt eine Kaufoption auf alle Aktien der Eichbaum Holding AG und damit indirekt auf alle durch die Eichbaum Holding AG gehaltenen Namenaktien A der Bank Sarasin. Am 29. Dezember 2006 hat Rabobank via IPB Holding diese Kaufoption ausgeübt.

Vor der Ausübung der Kaufoption waren sämtliche Bank Sarasin-Namenaktien A und 150 Bank Sarasin-Namenaktien B im Besitz der Eichbaum Holding AG, welche somit 52.3% der Stimmrechte und 18.0% des Kapitals kontrollierte. Die IPB Holding besass 171'553 Namenaktien B und kontrollierte somit 16.3% der Stimmrechte und 28.1% des Kapitals.¹

Durch Ausübung der Kaufoption wird Rabobank eine Mehrheit an der Bank Sarasin (46.1% des Kapitals und 68.6% der Stimmrechte)² halten und ist daher gemäss Empfehlung der UEK vom 26. März 2002 angehalten, den verbleibenden Aktionären ein Pflichtangebot zu unterbreiten („Transaktion“).

Sowohl die Rabobank-Gruppe als auch der Verwaltungsrat der Bank Sarasin äusserten die Absicht, möglichst alle Namenaktien B im Markt zu belassen

1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Sarasin an KPMG AG

Der Verwaltungsrat der Bank Sarasin, vertreten durch seine unabhängigen Mitglieder, hat die KPMG AG (nachfolgend „KPMG“) mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt, welche die finanzielle Angemessenheit des im Rahmen des Pflichtangebots genannten Preises pro Namenaktie B beurteilt.

Die vorliegende Fairness Opinion fasst die Ergebnisse unserer Analysen zusammen.

KPMG wird die Abgeltungsmodalitäten und Bedingungen des Pflichtangebots in dieser Fairness Opinion nicht kommentieren. Die Fairness Opinion enthält weder eine Empfehlung zum Angebot noch Angaben über die möglichen Konsequenzen einer Annahme oder Ablehnung derselben.

¹ Quelle: Geschäftsbericht 2005 der Bank Sarasin sowie Schweizerische Börse SWX Exchange (www.swx.com)

² Quelle: Mitteilung an die Medien, Bank Sarasin und Rabobank, Basel, 9. Januar 2007

1.3 Beziehungen zwischen der Bank Sarasin und Rabobank

Geschäftsbeziehungen

Mit IPB Holding respektive deren nahe stehenden Personen wie den Gesellschaften der Rabobank-Gruppe werden Transaktionen in grösserem Umfang in den Bereichen des Zins- und des Kommissionsgeschäftes getätigt. Mit weiteren nahe stehenden Personen werden auch Transaktionen wie Wertschriftengeschäfte, Zahlungsverkehr, Kreditgewährung und Entschädigungen auf Einlagen durchgeführt. Die Geschäfte werden zu Konditionen getätigt, wie sie für Dritte zur Anwendung gelangen.

Kapitalverflechtungen

Seit dem 30. Juni 2002 hielt die IPB Holding 171'553 Namenaktien B, entsprechend 16,3% der Stimmrechte bzw. 28,0% des Aktienkapitals der Bank Sarasin. Die Eichbaum Holding AG hielt sämtliche 550'000 Namenaktien A und 150 Namenaktien B der Bank Sarasin, was einem Stimmrechtsanteil von 52,3% bzw. einem Kapitalanteil von 18,0% entsprach. Die Aktien der Eichbaum Holding AG wurden zu 100% gehalten durch die Herren Dr. Philip Baumann, Matthias Hassels, Hans Rudolf Hufschmid, Dr. Georg F. Kraye, Peter E. Merian, Franz K. von Meyenburg, J. Guy E. Monson, Andreas R. Sarasin, Dr. Beat A. Sarasin, Eric G. Sarasin, Conrad P. Schwyzer und Rolf M. Wittendorfer. Wie bereits erläutert, hatten diese der Rabobank eine Kaufoption auf sämtliche Aktien der Eichbaum Holding AG eingeräumt. Die Option hatte eine Laufzeit von rund 7 Jahren (bis zum 30. Juni 2009) und gab der Rabobank das Recht, innerhalb dieser Zeit diese Aktien – und damit indirekt die Stimmenmehrheit der Bank Sarasin – zu erwerben.

Wie bereits erläutert hat Rabobank die Kaufoption am 29. Dezember 2006 ausgeübt.

Gemäss einer auf Gesuch der Parteien erlassenen Empfehlung der Übernahmekommission („UEK“) vom 26. März 2002, welche am 13. Oktober 2003 im Zusammenhang mit der Beteiligung von Herrn Matthias Hassels und Herrn Rolf Wittendorfer an der Eichbaum Holding AG bestätigt wurde, bildeten die ehemaligen Teilhaber der Bank Sarasin, die Eichbaum Holding AG und die Rabobank-Gruppe eine Gruppe im Sinne von Art. 27 BEHV-EBK. Dieser Gruppe wurde unter Vorbehalt der Ausübung der Kaufoption durch die IPB Holding bis am 30. Juni 2009 eine Ausnahme von der Pflicht gewährt, den Aktionären der Bank Sarasin ein öffentliches Kaufangebot zu unterbreiten.

Mindestpreis

In ihrer Empfehlung vom 13. Juni 2002 hielt die UEK fest, dass die Kontrollprämie³, welche den Aktionären der Eichbaum Holding AG durch die Rabobank für die Einräumung der Kaufoption bezahlt wurde, für die Berechnung des Mindestpreises im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebotes an die Publikumsaktionäre der Bank Sarasin, zu berücksichtigen ist. Für die Festlegung des Mindestpreises bei einem öffentlichen Pflichtangebot der Rabobank ist somit der durch die Kaufoption bezahlte

³ Die Kontrollprämie als Teil der bezahlten Optionsprämie wurde in einem unabhängigen Gutachten, welches von der UEK akzeptiert wurde, auf CHF 96 Mio. festgelegt. Pro Namenaktie B entspricht dies einer Kontrollprämie von CHF 871.54.

Ausübungspreis pro Namenaktie A der Bank Sarasin inklusive der Kontrollprämie relevant. Dieser beträgt CHF 983.33 pro Namenaktie A beziehungsweise CHF 4'916.67 pro Namenaktie B.

Der Mindestpreis pro Namenaktie B richtet sich nach dem höheren der beiden folgenden Preise: entweder der durchschnittliche Eröffnungskurs der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebotes beziehungsweise der Voranmeldung, oder mindestens 75% des höchsten vom Anbieter in den letzten 6 Monaten bezahlten Preises, bzw. des Preises den die Aktionäre der Eichbaum Holding AG gemäss dem Bewertungsmodell zur Festlegung des Ausübungspreises der Kaufoption erhalten.

Im Rahmen der per 29. Dezember 2006 erfolgten Ausübung der Kaufoption durch die Rabobank gilt demzufolge ein Betrag von CHF 3'687.50 pro Namenaktie B (75% von CHF 4'916.67) als relevanter Mindestpreis, da der durchschnittliche Eröffnungskurs der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung der Voranmeldung tiefer liegt.

1.4 Beurteilungsvorgehen

Für die Beurteilung des Angebots hat KPMG eine Analyse der Vermögenssituation und der Finanzplanung durchgeführt und eine Bewertung der Bank Sarasin vorgenommen. Die Bewertung stützt sich auf die Dividenden-Diskontierungs-Methode sowie die Marktbewertungsmethode aufgrund von vergleichbaren kotierten Unternehmen und Transaktionen. Ergänzend wurde eine Aktienkurs- und Volumenanalyse durchgeführt.

Unsere Bewertung resultiert in einer Wertbandbreite für die Namenaktien B der Bank Sarasin, welche wir anschliessend mit dem Angebot vergleichen, um deren finanzielle Angemessenheit zu beurteilen.

Die vorliegenden Bewertungsüberlegungen basieren auf einem „Going concern“-Fall und der Umsetzung der vorliegenden Strategie als eigenständige Bank (vgl. Kapitel 2.4). Eine Evaluation der potenziellen Risiken durch die Transaktion und eine damit verbundene potenzielle Strategieänderung ist nicht Gegenstand dieser Fairness Opinion.

1.5 Beurteilungsgrundlagen

Zur Beurteilung wurden von KPMG namentlich die folgenden Dokumente und Grundlagen verwendet:

- Die Voranmeldung des Angebots der IPB Holding für alle sich im Publikum befindlichen Namenaktien B der Bank Sarasin;
- Öffentlich zugängliche Informationen über die Bank Sarasin, welche für die Beurteilung als relevant erachtet wurden;
- Pressemitteilung vom 9. Januar 2007 betreffend die Optionsausübung durch Rabobank, veröffentlicht von der Bank Sarasin und der Rabobank-Gruppe;
- „Berechnung des Mindestpreises für die Publikumsaktionäre“, erstellt durch die Bank Sarasin im Januar 2007;
- Jahres- und Halbjahresberichte 2003 bis 2005, inklusive Halbjahresbericht 2006 der Bank Sarasin;

- Unternehmensinterne Informationen über die Finanzlage und Ertragssituation der Bank Sarasin, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, einschliesslich des vom Verwaltungsrat genehmigten Budgets 2007, des vom Verwaltungsrat genehmigten aktuellen Forecasts 2006, des Business-Plans 2008 bis 2010 sowie weitere vom Management der Bank Sarasin zur Verfügung gestellte Unterlagen;
- Besprechungen mit dem Management der Bank Sarasin, insbesondere bezüglich Finanz- und Ertragslage, Geschäftstätigkeiten, Marktumfeld, Wettbewerbsumfeld, Geschäftsaussichten sowie Werttreiber und Annahmen in den Planungsunterlagen;
- Kapitalmarktanalysen von Pictet & Cie („Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz 1926-2005“, aufdatiert per Januar 2006);
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten von ausgewählten vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen, vorwiegend aus Bloomberg und I/B/E/S;
- Multiplikatoren von als relevant eingeschätzten Unternehmenstransaktionen, vorwiegend aus Mergermarket und SDC Platinum.

Die Beurteilung von KPMG basiert auf aktuellen markt-, betriebs- und finanzwirtschaftlichen Bedingungen und berücksichtigt die Kapitalmarktverhältnisse sowie weitere Fakten, welche zum Zeitpunkt der Beurteilung bestanden oder erwartet wurden und ausgewertet werden konnten. Diese Fakten können Änderungen unterliegen.

1.6 Haftungseinschränkung

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

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

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

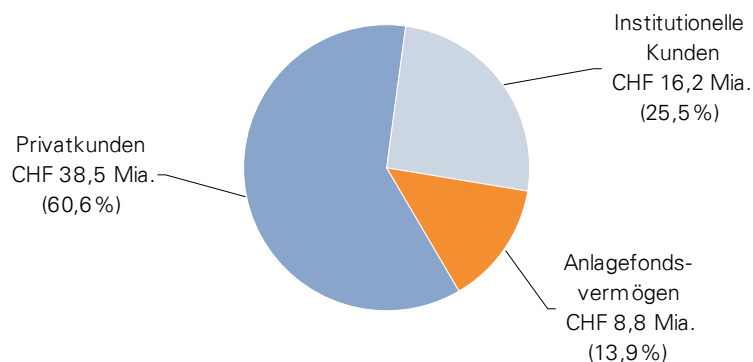
2 Bank Sarasin im Überblick ⁴

2.1 Überblick

Die Bank Sarasin ist eine Schweizer Privatbank mit Hauptsitz in Basel. Das Aktienkapital ist in zwei Kategorien eingeteilt, wobei die Namenaktien B mit einem Nominalwert von CHF 100 an der SWX Swiss Exchange notiert sind. Die Hauptaktivitäten der Bank Sarasin umfassen die Anlageberatung und die Vermögensverwaltung für private und institutionelle Kunden sowie das Fondsgeschäft. Des Weiteren bietet die Bank Sarasin Dienstleistungen in den Bereichen Anlagestiftung, Corporate Finance, Brokerage und der Finanzanalyse an.

Die Gesellschaft erwirtschaftete in 2005 einen Netto-Betriebsertrag von CHF 503,3 Mio. (CHF 456,6 Mio. 2004) und erzielte einen Bruttogewinn von CHF 167,7 Mio. (CHF 135,4 Mio. 2004). Das Konzernergebnis vor Minderheitsanteilen betrug CHF 115,8 Mio. (CHF 83,2 Mio. 2004). Zum Jahresende 2005 beschäftigte die Bank Sarasin Gruppe 1'135 Mitarbeiter, davon zwei Drittel in der Schweiz. Die betreuten Kundenvermögen erhöhten sich 2005 um 18% auf CHF 63,5 Mia. (CHF 53,8 Mia. 2004).

Die Verteilung der betreuten Kundenvermögen im Jahr 2005 (CHF 63,5 Mia.) präsentiert sich wie folgt:



Quelle: Geschäftsbericht 2005 der Bank Sarasin

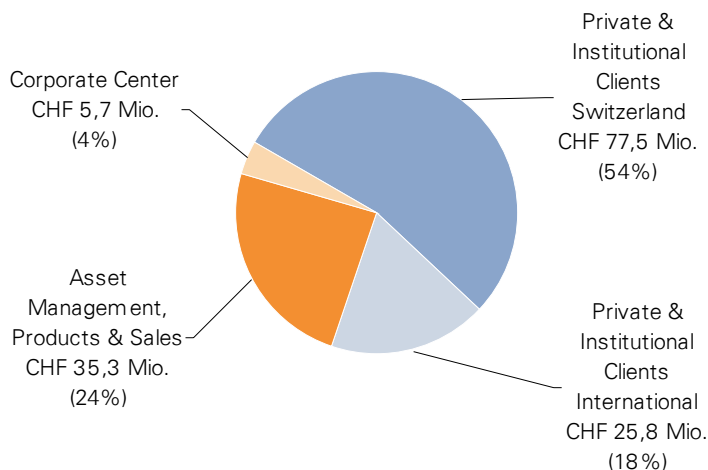
2.2 Geschäftsbereiche

Die Bank Sarasin unterscheidet vier Bereiche:

- Private & Institutional Clients Switzerland
- Private & Institutional Clients International
- Asset Management, Products & Sales
- Corporate Center

⁴ In Anlehnung an den Geschäftsbericht 2005 und Halbjahresbericht 2006 der Bank Sarasin

Der Ergebnisbeitrag 2005 (Konzernergebnis vor Steuern 2005, CHF 144.3 Mio.) der einzelnen Bereiche ist in der folgenden Grafik dargestellt:



Quelle: Geschäftsbericht 2005 der Bank Sarasin

- Private & Institutional Clients Switzerland

Der Geschäftsbereich "Private & Institutional Clients Switzerland" umfasst die internen Geschäftseinheiten Private Banking an den Standorten Basel, Genf, Lugano und Zürich sowie den Bereich „COO Private & Institutional Clients“. Die gesamte schweizerische Kundenbasis – d.h. Institutional Clients, Private Banking und Personal Banking – ist in diesem Bereich zusammengefasst. Per Ende 2005 wurden 181 Mitarbeiter beschäftigt.

In diesem Segment stieg 2005 der Betriebsertrag um 16% auf CHF 204,8 Mio. und das Segmentergebnis (Gewinn vor Steuern) erhöhte sich um 56% auf CHF 77,5 Mio. Der nahezu unveränderte Geschäftsaufwand von CHF 122,4 Mio. führte zusammen mit dem um 11% rückläufigen Abschreibungsaufwand zu dieser Ergebnisverbesserung im, gemessen am Beitrag zum Konzerngewinn, wichtigsten Segment der Bank Sarasin. Beide Geschäftsfelder trugen gleichermassen zur Ergebnisverbesserung bei: Während das Segmentergebnis im Geschäftsfeld Private Clients Switzerland um 50% auf CHF 67,8 Mio. anstieg, verdoppelte sich das Ergebnis im Geschäftsfeld Institutional Clients Switzerland von CHF 4,2 Mio. auf CHF 9,7 Mio. Die Cost Income Ratio II (Verhältnis von Geschäftsaufwand inklusive Abschreibungen zum Betriebsertrag) des Segments Private & Institutional Clients Switzerland sank von 72% auf 62%. Die Bruttomarge des Segments verbesserte sich um zwei Basispunkte auf 71. Dank einem Zufluss von Netto-Neugeld bestehender wie neuer Kunden von CHF 846 Mio. (+3,2%) sowie einem Performancebeitrag von CHF 3,6 Mia. erhöhten sich die betreuten Kundenvermögen per Ende 2005 auf CHF 31,1 Mia. (+17%).

- Private & Institutional Clients International

Der Geschäftsbereich "Private & Institutional Clients International" beinhaltet alle Geschäftstätigkeiten der im Ausland domizilierten Tochtergesellschaften mit Ausnahme des Geldmarktgeschäfts in Guernsey (Corporate Center). Standorte befinden sich in Dubai, Luxemburg, München, Hongkong, London, Paris und Singapur.

Innerhalb des Geschäftssegments wird wiederum aus Transparenzgründen zwischen Privatkunden und institutionellen Kunden unterschieden. Während sich das Geschäft mit institutionellen Kunden ausschliesslich auf die Standorte London, München und Paris beschränkt, werden vermögende Privatkunden in Dubai, Hongkong, London, Luxemburg, München und Singapur betreut. Per Ende 2005 wurden 371 Mitarbeiter beschäftigt.

Der Betriebsertrag stieg im 2005 um 23% auf CHF 131,8 Mio. Das Ergebnis (Gewinn vor Steuern) im Segment Private & Institutional Clients International lag bei CHF 25,8 Mio. Beide Geschäftsfelder trugen trotz ihrer unterschiedlichen absoluten Grösse – gemessen an den betreuten Kundengeldern – fast gleich viel zum gesamten Segmentergebnis bei. Das Geschäft mit institutionellen Kunden erbrachte CHF 12,2 Mio., das Geschäft mit Privatkunden an den internationalen Standorten erbrachte 2005 ein Segmentergebnis von CHF 13,6 Mio. Die Cost Income Ratio II des Segments Private & Institutional Clients International lag 2005 bei 80%. Aufgrund eines Zuflusses von Netto-Neugeld bestehender wie neuer Kunden von CHF 583 Mio. (+3,9%) sowie einem Performancebeitrag von CHF 2,6 Mia. erhöhten sich die betreuten Kundenvermögen per Ende 2005 auf CHF 18,0 Mia (+21%). Der Netto-Neugeldzufluss in 2005 im Bereich Privatkunden betrug CHF 230 Mio., im Bereich institutionelle Kunden wurde ein Netto-Neugeldzufluss von CHF 353 Mio. erreicht.

- Asset Management, Products & Sales

Der Geschäftsbereich "Asset Management, Products & Sales" umfasst die Geschäftsfelder Asset Management & Research, Sustainable Investment, Produkte, Drittvertriebskanäle sowie Fund Services. Per Ende 2005 wurden 191 Mitarbeiter beschäftigt.

Der Betriebsertrag 2005 im Segment Asset Management, Products & Sales erhöhte sich dank der Produkt- und Vertriebsinitiativen im Jahresvergleich um 14% auf CHF 102,7 Mio. Der Geschäftsaufwand stieg um 12% auf CHF 63,5 Mio. Nach Berücksichtigung der Abschreibungen von CHF 3,9 Mio. resultierte ein Segmentergebnis (Gewinn vor Steuern) von CHF 35,3 Mio. (+20%). Die Cost Income Ratio II verbesserte sich von 67% auf 66%. Die Bruttomarge zeigte einen erfreulichen Anstieg um vier Basispunkte auf 79%. Der Abgang eines grossen Private-Label-Kunden im Anlagefondsbereich führte zu einem Netto-Neugeldabfluss von Kundengeldern in der Höhe von CHF 269 Mio. Der Performance-Beitrag im Jahr 2005 betrug CHF 2.3 Mia., wodurch sich die betreuten Kundenvermögen per Ende 2005 auf insgesamt CHF 14.1 Mia. erhöhten.

- Corporate Center

Der Bereich "Corporate Center" bündelt die innerbetrieblichen Unterstützungs-funktionen aus den Bereichen Handel und Logistik (IT, Operations und Services) einerseits und die Stabsfunktionen auf der Stufe des Verwaltungsrates sowie der operativen Geschäftsleitung (Group Internal Audit, Corporate Communications, Legal & Compliance, Human Resources, Konzernfinanzen, Controlling, Risk Office, Kredite, Steuern und Corporate Finance) andererseits. Per Ende 2005 wurden 392 Mitarbeiter beschäftigt.

Der Betriebsertrag 2005 von CHF 64,0 Mio. ist im Wesentlichen auf die erfolgreiche Disposition der Finanzanlagen im ersten Halbjahr zurückzuführen.

Das Segmentergebnis 2005 im Corporate Center ging gegenüber dem Vorjahr um 68% auf CHF 5,7 Mio. zurück. Dies ist vollständig auf den Wegfall der Erlöse aus

Beteiligungsverkäufen in Höhe von CHF 35 Mio. zurückzuführen. Ohne diesen Sondereinfluss wäre das Ergebnis im Corporate Center um CHF 23 Mio. angestiegen.

2.3 Geschäftsverlauf 2006

Die Bank Sarasin weist für das erste Halbjahr 2006 ein markant verbessertes Konzernergebnis von CHF 65,3 Mio. aus. Dies entspricht einer Steigerung von rund 50% gegenüber dem ersten Halbjahr 2005. Dieser Erfolg ist einerseits die Konsequenz aus dem 2005 eingeleiteten Projekt „SaraChange“, welches dazu beitrug, die Profitabilität und operative Effizienz der Bank Sarasin zu steigern und die Cost Income Ratio I (Verhältnis von Geschäftsaufwand zum Betriebsertrag) von 71% im ersten Halbjahr 2005 auf 64% im ersten Halbjahr 2006 zu senken. Andererseits trugen der gesteigerte Zinserfolg (+10%), das Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft (+18%) sowie der Handelserfolg (+63%) zum Ergebnis bei. Die betreuten Kundenvermögen stiegen durch einen Netto-Neugeldzufluss von CHF 2,0 Mia. auf CHF 65,4 Mia.

Die Geschäftsleitung erwartet, trotz einer reduzierten Dynamik im weiteren Geschäftsverlauf für 2006, die angestrebten Finanzziele zu erreichen und dank der Akquisitionserfolge in der ersten Hälfte 2006 das Jahresziel für Netto-Neugeld von CHF 3 Mia. übertreffen zu können.

Per 1. September 2006 übernahm Herr Joachim H. Strähle von Herr Peter E. Merian das Amt des CEO und damit die operative Leitung der Bank. Als ausgewiesene Führungspersönlichkeit mit langjähriger Erfahrung im internationalen Private Banking soll Herr Joachim H. Strähle die Entwicklung der Bank, national wie international, vorantreiben.

Durch die Verpflichtung namhafter weiterer Führungskräfte verstärkte die Bank Sarasin ihr Management in der zweiten Jahreshälfte 2006 zusätzlich. Unter anderem wurde ein neuer Leiter für den Bereich „Private & Institutional Clients International“ und ein neuer Leiter für den Private Banking Bereich in Zürich engagiert.

Aufgrund der erwähnten Neuverpflichtungen sowie der Akquisition von zusätzlichen CRM-Teams ist deshalb im zweiten Halbjahr mit erhöhten Kosten zu rechnen.

2.4 Strategie und Business-Plan 2008 bis 2010

Die Bank Sarasin verfolgt eine klare Wachstumsstrategie, wie dies u.a. auch im Jahresabschluss 2005 detailliert kommentiert wurde. Die Kernelemente basieren im Wesentlichen auf der Beibehaltung des Kerngeschäfts als eigenständige Schweizer Privatbank für eine private und institutionelle Klientel an den heute bestehenden Standorten sowie einer Zunahme der verwalteten Vermögen durch die Expansion des internationalen Offshore-Geschäfts. Zu den zentralen Massnahmen zählen dabei sowohl die Rekrutierung von hochqualifizierten CRM-Teams als auch ein Ausbau und die Vertiefung der eigenen Produktpalette.

Die Budgetvorgaben für 2007 sowie ein Business-Plan für die Jahre 2008 bis 2010 basieren auf besagter Strategie. Das Budget und der Business-Plan sowie die getroffenen Annahmen wurden mit Vertretern der Geschäftsleitung der Bank Sarasin besprochen und plausibilisiert.

Erste Schritte in der Umsetzung der Strategie zeigen sich in den Anstellungen von Schlüsselpersonen, welche im zweiten Halbjahr 2006 erfolgten. Die Auswirkungen dieser Anstellungen werden sich gemäss Managementexpectation jedoch erst in den Resultaten der kommenden Jahre widerspiegeln.

Der am 22. Januar 2007 angekündigte Verkauf von Teilen des Brokeragegeschäftes Schweiz an die NZB Neue Zürcher Bank mit dem gleichzeitigen Erwerb einer 20% Beteiligung am bestehenden Aktienkapital der NZB Holding und einer Option auf weitere 20% des Aktienkapitals der NZB Holding sind nicht im Business-Plan abgebildet. Das Management erwartet für die Bank Sarasin aus dieser Transaktion Effizienzsteigerungen durch die Nutzung von Synergien im Research und Trading sowie im Kreditgeschäft und im Corporate Finance. Dem Wegfall der Erträge aus dem Brokeragegeschäft stehen Kosteneinsparungen sowie die künftigen Beteiligungserträge aus der NZB Holding gegenüber. Insgesamt erwartet das Management der Bank Sarasin aus der Transaktion einen positiven Effekt gegenüber der im Business Plan dargestellten Ergebnisentwicklung.

2.5 Budget 2007

Das Budget 2007 leitet sich einerseits aus den im vorigen Abschnitt erwähnten Planvorgaben (Top-down) des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung, andererseits aus Budgeteingaben der einzelnen Planstellen (Bottom-up) her. Das Budget sieht für 2007 eine deutliche Steigerung der verwalteten Vermögen sowie des Konzernergebnisses nach Steuern vor.

2.6 Risiken

Neben den allgemeinen transaktionsspezifischen Risiken und den generellen, branchenüblichen Unternehmens- und operativen Risiken im Private Banking ist die Bank Sarasin vor dem Hintergrund der Transaktion den folgenden, zusätzlichen, potenziellen Risiken ausgesetzt.

Abfluss von Kundenvermögen und Abgang von Mitarbeitern

Die Kontrollübernahme durch Rabobank könnte aufgrund einer veränderten Kundenwahrnehmung als unabhängige Schweizer Privatbank zu einem Abfluss von Kundengeldern führen. Ein solcher Abfluss konnte schon 2002 beim Erwerb der Minderheitsbeteiligung durch Rabobank beobachtet werden.

Auch könnten die veränderten Besitzverhältnisse zu Abgängen einzelner Mitarbeiter führen, woraus ein Verlust von Know-how und im Falle von CRMs ein Abfluss von Kundengeldern resultieren könnte.

Änderung der Unternehmensstrategie

Der Business-Plan der Bank Sarasin basiert darauf, dass die Bank die gesetzte Wachstumsstrategie umsetzen kann. Sollten sich durch die Kontrollübernahme durch Rabobank Änderungen in der Unternehmensstrategie ergeben, können daraus abgeleitete Ziele entsprechend von den heute vorliegenden abweichen. Insbesondere eine Aufweichung des Images als traditionsreiche Schweizer Privatbank, eine Abkehr von der eingeschlagenen Offshore-Strategie sowie eine Schwächung des schweizerischen Onshore-Geschäftes könnten einen heute schwer abschätzbaren und in den aktuellen Finanzprognosen nicht reflektierten Effekt zur Folge haben.

Die potenziellen zusätzlichen Risiken und Chancen durch die Transaktion bilden nicht Gegenstand dieser Opinion. Allfällige Synergien aus der Transaktion wurden nicht berücksichtigt. Die vorliegenden Bewertungsüberlegungen basieren auf einem "Going concern"-Fall. Dieser geht explizit von der Umsetzung der erläuterten Strategie aus.

3 Analyse und Bewertung

3.1 Angewendete Bewertungsmethoden und Analysen

Zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Kaufpreises hat KPMG folgende Bewertungsmethoden und Analysen berücksichtigt respektive durchgeführt:

- Dividenden-Diskontierungs-Methode
- Marktbewertung anhand vergleichbarer, kotierter Unternehmen
- Marktbewertung anhand Transaktionen von vergleichbaren Unternehmen
- Analyse bezahlter Prämien bei öffentlichen Übernahmen
- Analyse der historischen Aktienpreise und Handelsvolumen

Vor dem Hintergrund einer „Going concern“-Annahme ist eine Substanzwertbetrachtung nicht sinnvoll und wurde daher nicht angewandt. Implizit wird die Substanz der zu bewertenden Bank jedoch bei der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen (P/NAV und AuM-Goodwill Multiple) durchaus berücksichtigt.

Zur Berechnung des Wertes pro Namenaktie B der Bank Sarasin wurde der aus den obigen Verfahren abgeleitete Eigenkapitalwert um den Buchwert der Minderheiten korrigiert und unter Berücksichtigung der Nennwerte und der Anzahl ausstehender Aktien pro Kategorie den beiden Aktienkategorien zugerechnet.

Zusätzlich wurde eine Analyse bezahlter Prämien bei öffentlichen Übernahmen in der Schweiz sowie der historischen Aktienpreis- und Aktienvolumenentwicklung der an der Schweizerischen Börse gehandelten Namenaktien B der Bank Sarasin durchgeführt (vgl. Kapitel 3.5 und 3.6).

3.2 Bewertungszeitpunkt und Informationsbasis

Als Bewertungszeitpunkt wurde für alle angewandten Verfahren der 31. Dezember 2006 zu Grunde gelegt. Die Informations- bzw. Beurteilungsbasis ist in Kapitel 1.5 beschrieben.

Mangels heutiger Visibilität der zukünftigen Entwicklung der Bank Sarasin nach 2008, insbesondere dem Wachstum der AuM über Markt bei gleichzeitiger Margenausweitung, sowie der starken Abhängigkeit der geplanten Finanzaufgaben von der Entwicklung der Finanzmärkte, stützen wir im Folgenden unsere Bewertungsüberlegungen hauptsächlich auf die erwarteten Resultate 2006 bis 2008. Sollte die Strategie wie geplant umgesetzt und die finanziellen Ziele darüber hinaus erreicht werden können, würde daraus ein erheblicher Mehrwert der Bank Sarasin im Vergleich zur heutigen Bewertung resultieren.

3.3 Bewertung mittels Dividenden-Diskontierungs-Methode

3.3.1 Methodik

Der Wert einer Unternehmung als Ganzes kann unter mehreren Gesichtspunkten beurteilt werden. Als brauchbarste Verfahren zur Ermittlung des Unternehmenswertes werden

heute durch Theorie und Praxis Ertragswertverfahren sowie die daraus abgeleiteten „Discounted Cash Flow“ („DCF“) Verfahren favorisiert. Der theoretisch richtige Lösungsansatz zur Wertbestimmung entspricht dem Barwert aller zukünftigen Nettozahlungsströme an den Investor. In der Praxis kommen die DCF-Methoden dem theoretisch richtigen Ansatz am nächsten. Voraussetzung zur Anwendung einer DCF-Bewertung ist das Vorliegen eines Business-Planes, der sich über mehrere Jahre erstreckt.

Um den Barwert der in Zukunft erwarteten Nettozahlungsströme zu ermitteln, müssen diese je nach Vorgehensweise mit dem gewichteten durchschnittlichen Gesamtkapitalkostensatz („WACC“ beim „Entity Approach“) oder dem Eigenkapitalkostensatz (beim „Equity Approach“) der zu bewertenden Gesellschaft auf den Bewertungsstichtag diskontiert werden. Dabei stellen die Prognostizierung der künftigen Nettozahlungsströme sowie die Bestimmung des Gesamtkapitalkostensatzes beziehungsweise Eigenkapitalkostensatzes die zentralen Problemkreise dar, deren Lösung teilweise Ermessenssache ist.

Da es sich beim vorliegenden Fall um die Bewertung einer Bank handelt, gelangt die Dividenden-Diskontierungs-Methode („DDM“) zur Anwendung. Diese lehnt sich grundsätzlich an das Konzept der DCF-Verfahren an. Die DDM ist den Bewertungsmethoden gemäss Equity Approach zuzurechnen. Insbesondere bei der Bewertung von Banken und Versicherungen wird in der Praxis auf Bewertungsmethoden gemäss Equity Approach zurückgegriffen. Dies liegt in der Natur des Bank- und Versicherungsgeschäfts begründet, bei welchem das Fremdkapital operativen Charakter aufweist und nicht im engeren Sinn zur Unternehmensfinanzierung verwendet wird, respektive eine Unterscheidung zwischen betrieblicher Leistungserbringung und Finanzierung nicht vorgenommen werden kann.

Bei der DDM wird der Eigenkapitalwert durch Diskontierung der zukünftig erwarteten Dividendenzahlungen ermittelt.

Weist eine Gesellschaft Vermögenspositionen auf, welche nicht zur betrieblichen Leistungserstellung notwendig sind, müssen diese Positionen in die Wertüberlegungen einbezogen werden, um den gesamten Anspruch der Aktionäre richtig zu erfassen. Begründen lässt sich dieses Vorgehen mit dem Umstand, dass diese Vermögenspositionen (z.B. überschüssige flüssige Mittel, nicht betriebsnotwendige Liegenschaften, etc.) an die Aktionäre ausgeschüttet werden könnten, ohne die betriebliche Leistungserstellung der Gesellschaft zu beeinträchtigen.

3.3.2 Anwendung der Dividenden-Diskontierungs-Methode

Als Basis für die Bewertung der Bank Sarasin anhand der DDM wurden die historischen Ergebnisse analysiert. Die Beurteilung der zukünftig erwarteten Entwicklung basiert auf dem in Kapitel 2 dargelegten Business-Plan und dem Budget für das Jahr 2007. Für die Realisierung des zu Grunde liegenden Business-Plans sind keine Erweiterungsinvestitionen ins Anlagevermögen notwendig. Die künftigen Erneuerungsinvestitionen entsprechen gemäss Aussagen des Managements den jährlichen Abschreibungen. Die angenommene Ausschüttungsquote berücksichtigt eine durch das geplante Wachstum benötigte Stärkung des Eigenkapitals und wurde gemäss Business-Plan übernommen und zur Bestimmung des Endwertes, unter Berücksichtigung des abgeschwächten Wachstums in dieser Periode, maximiert.

Die Dividendenströme basieren auf explizit geplanten Ergebnissen bis ins Jahr 2008 (vgl. Kapitel 3.2), wobei die Dividendenzahlungen jeweils im darauf folgenden Jahr anfallen. Die nachfolgenden Dividendenzahlungen werden in einem Endwert gemäss dem „Gordon-Growth“-Modell mit einer ewigen Wachstumsrate von 1.5% p.a. erfasst, wobei dabei der gleiche Diskontierungssatz wie während der expliziten Planungsperiode zur Anwendung gelangt. Die Wachstumsrate im Endwert orientiert sich an der mittel- bis langfristig erwarteten Inflationsrate für die Schweiz.

Zur Berechnung des Barwerts der zukünftigen Dividendenausschüttungen wurde als massgebender Diskontierungssatz der Eigenkapitalkostensatz der Bank Sarasin verwendet.

Der Eigenkapitalkostensatz setzt sich aus verschiedenen Komponenten zusammen, welche im vorliegenden Fall durch das „Capital Asset Pricing Model“ vorgegeben sind. Die Komponenten werden nachfolgend kurz erläutert und die entsprechenden Annahmen aufgeführt:

- Risikoloser Zinssatz

Der risikolose Zinssatz entspricht einer schweizerischen Staatsanleihe, denominiert in CHF, mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren. Auf Basis dieser Vorgehensweise ergibt sich ein risikoloser Zinssatz von 2.6%.

- Marktrisikoprämie

Der Berechnung der Eigenkapitalkosten liegt eine Marktrisikoprämie von 5.0% zu Grunde. Diese basiert auf der Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite des schweizerischen Aktienmarktes und derjenigen von Schweizer Obligationen seit 1926⁵. Dabei wurde auf die ausgewiesene Differenz ein Zuschlag von 0.50% erhoben. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass in der verwendeten Datenquelle ein Obligationenportfolio verwendet wurde, welches neben Bundesanleihen auch Anleihen von inländischen Unternehmensschuldnern enthält.

- Beta-Faktor

Mit dem Beta-Faktor wird die Kovarianz einer Aktie im Verhältnis zum Aktienmarkt zum Ausdruck gebracht. Der Beta-Faktor ist somit ein Mass für das nicht diversifizierbare, systematische Risiko der Aktie. Ein Beta-Faktor grösser eins bedeutet, dass der Wert des Eigenkapitals des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Beta-Faktor kleiner eins, dass sich der Wert im Durchschnitt unterproportional ändert.

Zur Herleitung des Beta-Faktors für die Bank Sarasin wurden die Beta-Faktoren vergleichbarer kotierter Unternehmen herangezogen (vgl. Anhang 1). Der durchschnittliche Beta-Faktor dieser Vergleichsunternehmen beträgt 0.89. Der aktuelle Beta-Faktor für die Bank Sarasin liegt bei 0.86.

Die Bank Sarasin weist zum Bewertungsstichtag gemäss dem Management keine nicht betriebsnotwendigen Vermögenspositionen aus, welche zum operativen Eigenkapitalwert hinzuaddiert werden müssten.

⁵Quelle: Pictet & Cie: Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweiz (1926-2005), Januar 2006

3.3.3 Resultat der Dividenden-Diskontierungs-Methode

Basierend auf der Dividenden-Diskontierungs-Methode und den berechneten Wertsensitivitäten resultiert eine Wertbandbreite von CHF 4'574 bis CHF 5'021 pro Namenaktie der Kategorie B der Bank Sarasin bei einem Mittelwert von CHF 4'787. Der in der Dividenden-Diskontierungs-Methode berechnete Endwert trägt rund 91% zum Gesamtwert des Eigenkapitals bei. Nachfolgend sind die berechneten Wertsensitivitäten bezüglich drei Hauptwerttreiber zusammengefasst.

Veränderung Eigenkapitalkostensatz	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
Veränderung Wert pro Aktie	10.2%	4.9%	0.0%	-4.5%	-8.5%
Veränderung Wachstum im Endwert	-0.5%	-0.3%	0.0%	0.3%	0.5%
Veränderung Wert pro Aktie	-8.0%	-4.2%	0.0%	4.6%	9.6%
Veränderung Ausschüttungsrate	-10.0%	-5.0%	0.0%	5.0%	10.0%
Veränderung Wert pro Aktie	-11.6%	-5.8%	0.0%	5.8%	11.6%

3.4 Marktbewertung

3.4.1 Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen

Der Multiplikatorenansatz leitet den Wert des Eigenkapitals aus dem Vergleich mit ähnlichen, börsenkotierten Unternehmen ab. Dazu werden Unternehmensdaten wie beispielsweise Assets under Management („AuM“), der Reingewinn sowie Buchwert des Eigenkapitals ins Verhältnis zur Marktkapitalisierung gesetzt. Wir haben für unsere Überlegungen die nachfolgenden Multiplikatoren verwendet.

- P/AuM Multiplikator: Die Marktkapitalisierung in Prozent der Assets under Management gemäss letztem Jahres- bzw. Halbjahresabschluss;
- (P-NAV)/AuM Multiplikator: Die Differenz aus der Marktkapitalisierung und dem Buchwert des Eigenkapitals gemäss letztem Halbjahresabschluss in Prozent der Assets under Management gemäss letztem Jahres- bzw. Halbjahresabschluss;
- P/E Multiplikator: Der erwartete Reingewinn der Jahre 2006E bis 2008E im Verhältnis zur Marktkapitalisierung;
- P/NAV Multiplikator: Der Net Asset Value („NAV“) gemäss letztem Halbjahresabschluss beziehungsweise der erwartete NAV der Jahre 2006E bis 2008E im Verhältnis zur Marktkapitalisierung.

Die berechneten Multiplikatoren wurden auf Basis der Geschäftsberichte 2005, der aktuellsten Halbjahres- oder Quartalszahlen und der durchschnittlichen Analystenschätzungen gemäss I/B/E/S für die Jahre 2006 bis 2008 berechnet. Von den resultierenden Multiplikatoren für die einzelnen Vergleichsunternehmen wurden die auf Sarasin anzuwendenden Multiplikatoren ermittelt, und diese dann mit den Kennzahlen von Sarasin multipliziert. Die Multiplikatoren der kotierten Vergleichsunternehmen sind im Anhang 2 dargestellt.

Als Vergleichsunternehmen wurden kotierte Banken, welche schwergewichtig im Private Banking tätig sind, herangezogen. Unterschiede in Grösse, Aktivität und geografischer Präsenz limitieren allerdings die Vergleichbarkeit.

3.4.2 Resultat der Marktbewertung vergleichbarer kotierter Unternehmen

Die berechneten P/AuM Multiplikatoren der vergleichbaren Unternehmen (exklusive EFG International) liegen in einer Bandbreite von 4.2% bis 8.0%, der Median liegt bei 6.1% und der Durchschnitt bei 6.0%.

Die berechneten (P-NAV)/AuM Multiplikatoren (exklusive EFG International) liegen in einer Bandbreite von 2.7% bis 5.2%, der Median liegt bei 3.2% und der Durchschnitt bei 3.8%.

Die berechneten P/E Multiplikatoren (exklusive EFG International) liegen in einer Bandbreite von 13.9x bis 26.9x für 2006E, von 12.8x bis 21.0x für 2007E und 11.7x bis 18.2x für 2008E. Der Median bzw. Durchschnitt liegt bei 18.3x resp. 19.4x für 2006E, 17.3x resp. 17.0x für 2007E und 16.1x resp. 15.4x für 2008E.

Die berechneten P/NAV Multiplikatoren (exklusive EFG International) liegen in einer Bandbreite von 2.1x bis 3.5x für das erste Halbjahr 2006, 2.0x bis 3.3x für 2006E, 1.8x bis 3.0x für 2007E und 1.7x bis 2.7x für 2008E. Der Median bzw. Durchschnitt liegt bei 2.8x für das erste Halbjahr 2006, 2.6x für 2006E, 2.5x resp. 2.4x für 2007E, 2.3x für 2008E.

Die Resultate der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen ergeben ein uneinheitliches Bild. Es bestehen signifikante Unterschiede in der Bewertung der zum Vergleich herangezogenen Banken, insbesondere EFG International, welche mangels Vergleichbarkeit des Business-Modells vom Vergleich ausgenommen wurde, sowie den daraus abgeleiteten Multiplikatoren.

Die Verwendung eines AuM Multiplikators führt zu einem höheren Wert als die mittels P/E und P/NAV ermittelten Werte. Dies lässt sich durch die historisch unterschiedliche Performance sowie die Markteinschätzung der Bank Sarasin in Relation zu den Vergleichsunternehmen bezüglich Ertrag auf den verwalteten Vermögen sowie der Cost Income Ratio erklären. Deswegen erachten wir eine Bewertung mittels AuM-basierenden Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen als limitiert aussagekräftig.

Aus diesem Grund stützen wir unsere Bewertungsüberlegungen primär auf die P/E und P/NAV Multiplikatoren. Aus diesem Vergleich ergibt sich für den Wert pro Namenaktie B der Bank Sarasin eine Bandbreite von CHF 4'686 bis CHF 5'257.

3.4.3 Marktbewertung anhand Transaktionen vergleichbarer Unternehmen

In Ergänzung zur Marktbewertung anhand vergleichbarer, kotierter Unternehmen wurde eine Analyse vergleichbarer Unternehmenstransaktionen durchgeführt.

Es sollte festgehalten werden, dass es im vorliegenden Fall schwierig ist vergleichbare und gleichzeitig aktuelle Transaktionen zu finden. Diese dürfen nicht zu weit zurückliegen, weil sich bezahlte Multiplikatoren – wie die Bewertung der Aktienmärkte – über die Zeit stark verändern können. Die wichtigsten von uns angewandten Selektionskriterien der vergleichbaren Transaktionen umfassen:

- Schweizer Privatbanken und Vermögensverwalter
- Übernahme einer Mehrheit
- Transaktionsdatum weniger als 3 Jahre alt
- Transaktionspreis und relevante Unternehmensdaten zum Akquisitionszeitpunkt sind bekannt

Aus dem Universum vergleichbarer Transaktionen wurde eine Untergruppe von fünf Transaktionen gebildet, welche als am geeignetsten angesehen wurden. Dies wurde in der Herleitung des Resultates entsprechend berücksichtigt.

Da öffentlich publizierte Daten einer Transaktion teilweise unvollständig sind, können die daraus abgeleiteten Multiplikatoren möglicherweise von den tatsächlichen wirtschaftlichen Gegebenheiten abweichen. Dies kann zur Verfälschung der entsprechenden Resultate führen.

Die Multiplikatoren der vergleichbaren Transaktionen sind im Anhang 3 dargestellt.

3.4.4 Resultat der Marktbewertung vergleichbarer Transaktionen

Die P/AuM Multiplikatoren aller Transaktionen liegen in einer Bandbreite von 2.0% bis 4.7%, der Median liegt bei 3.1% und der Durchschnitt bei 3.2%.

Die P/AuM Multiplikatoren der am meisten vergleichbaren Transaktionen liegen in einer Bandbreite von 2.8% bis 4.7%, der Median und Durchschnitt liegt bei 3.7%.

Die P/E Multiplikatoren aller Transaktionen liegen in einer Bandbreite von 2.6x bis 19.0x, der Median liegt bei 13.0x und der Durchschnitt bei 12.6x.

Die P/E Multiplikatoren der am besten vergleichbaren Transaktionen liegen in einer Bandbreite von 18.0x bis 19.0x, der Median und Durchschnitt liegt bei 18.5x.

Basierend auf der Marktbewertung anhand vergleichbarer Transaktionen ergibt sich für den Wert pro Namenaktien B der Bank Sarasin eine Bandbreite von CHF 4'040 bis CHF 4'387.

3.5 Analyse bezahlter Prämien im Rahmen öffentlicher Übernahmen

Der offerierte Preis von CHF 3'687.50 pro Namenaktie B der Bank Sarasin weist eine Prämie von 0.8% gegenüber dem durchschnittlichen Eröffnungskurs der letzten 30 Handelstage vor Veröffentlichung der Voranmeldung des öffentlichen Pflichtangebotes der IPB Holding für die sich im Publikum befindlichen Namenaktien B aus.

Eine Analyse von bezahlten Prämien bei öffentlichen Übernahmen in der Schweiz in den vergangenen zwei Jahren zeigt, dass in der Vergangenheit Prämien zwischen 0.5% und 51.7% entrichtet wurden. Der Median liegt bei 28.5%.

Als relevante Übernahmen wurden Transaktionen berücksichtigt, welche die folgenden Kriterien erfüllen:

- Zielgesellschaft war an der SWX Swiss Exchange kotiert

- Transaktionsdatum liegt nicht mehr als zwei Jahre zurück
- Transaktionsgrösse übersteigt CHF 100 Mio.

Eine Übersicht über die berücksichtigten Transaktionen ist im Anhang 4 dargestellt.

Es gilt festzuhalten, dass die jeweilige Ausgangslage im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebotes einen wesentlichen Einfluss auf die bezahlte Prämie hat. Neben der Abgeltungsform – bar oder mit Anteilscheinen der Bieterin – hat auch die Art des Übernahmeangebotes einen Einfluss auf die bezahlte Prämie. Als freundlich eingestufte Angebote warten in der Regel mit tieferen Prämien auf als feindliche Übernahmen, bei denen oftmals mehrere Angebote vorliegen.

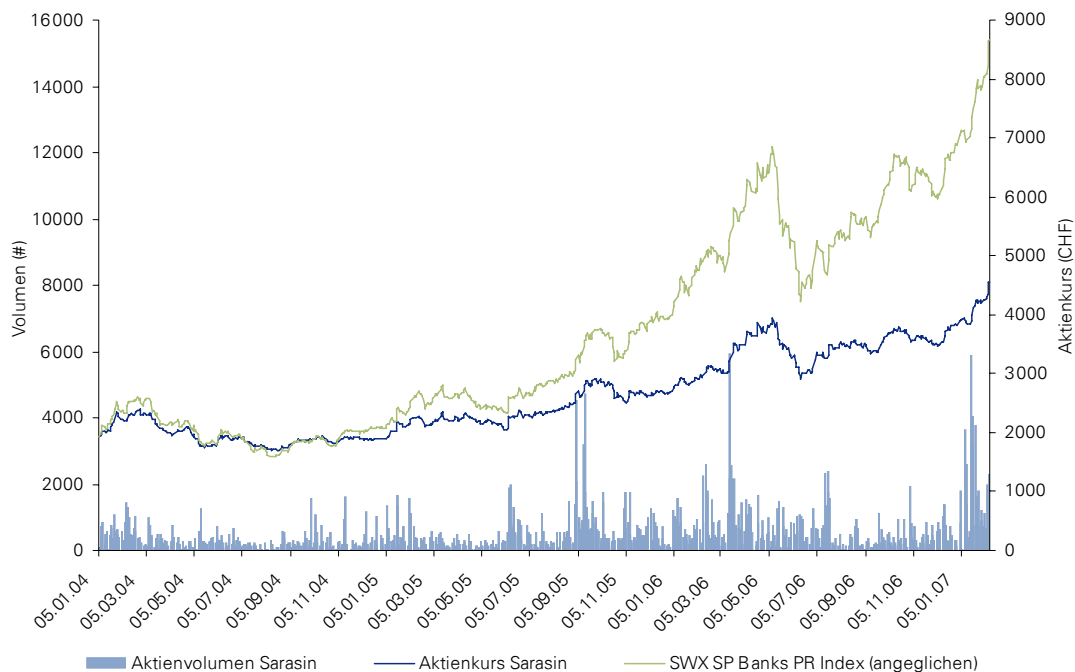
Bei Anwendung des Medians der berechneten Prämien von 28.5% auf den durchschnittlichen Eröffnungskurs der letzten 30 Handelstage der Namenaktien B der Bank Sarasin vor Veröffentlichung der Voranmeldung des öffentlichen Pflichtangebotes errechnet sich ein Wert von CHF 4'700.

3.6 Analyse der historischen Aktienpreise und Handelsvolumen

Der Preis der gehandelten Sarasin-Aktien erfuhr seit Anfang 2006 bis zum Zeitpunkt der Voranmeldung eine Steigerung von 45.4%. Gegenüber der Entwicklung des SPI-Subindizes' „Banken“ hat sich der Aktienkurs der Bank Sarasin unterdurchschnittlich entwickelt.

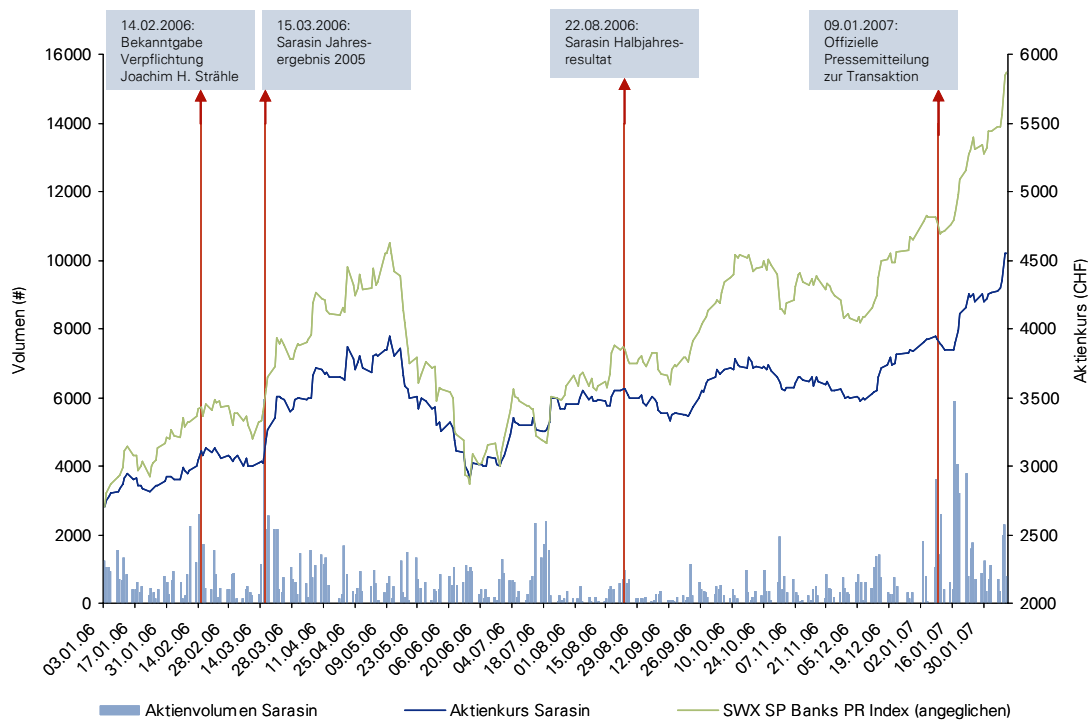
Im vergangenen Jahr (03.01.2006 bis 08.01.2007) wurden pro Tag im Durchschnitt 607 Namenaktien B der Bank Sarasin gehandelt.

Die nachfolgende Darstellung zeigt die Aktienkurs- und Aktienvolumenentwicklung der Namenaktien B der Bank Sarasin sowie die Entwicklung des SPI-Subindizes "Banken" (angeglichen an Sarasin per 05.01.2004) seit Anfang 2004 bis 9. Februar 2007:



Quelle: Bloomberg, KPMG-Analyse

Die nachfolgende Darstellung zeigt die Aktienkursentwicklung seit Anfang 2006 zusammen mit relevanten Neuigkeiten.



Quelle: Bloomberg, KPMG-Analyse

4 Schlussfolgerung

Zusammenfassend haben wir, basierend auf den angewandten Bewertungsmethoden, die folgenden Wertbandbreiten ermittelt:

- Dividenden Diskontierungs-Methode: CHF 4'574 bis CHF 5'021
- Marktbewertung anhand vergleichbarer Unternehmen: CHF 4'686 bis CHF 5'257
- Marktbewertung anhand vergleichbarer Transaktionen: CHF 4'040 bis CHF 4'387

Gestützt auf unsere Bewertungsüberlegungen und Analysen resultiert eine Wertbandbreite pro Namenaktie B der Bank Sarasin von CHF 4'433 bis CHF 4'888.

Diese Wertbandbreite leitet sich aus den Mittelwerten ab, welche sich anhand der unteren respektive oberen Grenzen der drei oben gezeigten Wertbandbreiten berechnen.

Wir erachten das Pflichtangebot der Rabobank, an die Inhaber von Bank Sarasin-Namenaktien B zum Nennwert von CHF 100 einen Preis von CHF 3'687.50 in bar zu entrichten, aus finanzieller Sicht als nicht angemessen.

Die Fairness Opinion wurde am 9. Februar 2007 fertig gestellt.

KPMG AG



Bettina Bornmann

Head Corporate Finance



Roman Hermann

Head Valuations

Anhang:

- Anhang 1 : Analyse der Betas vergleichbarer börsenkotierter Banken
- Anhang 2 : Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen
- Anhang 3 : Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen
- Anhang 4 : Bezahlte Prämien im Rahmen öffentlicher Übernahmen in der Schweiz

Anhang 1 : Analyse der Betas vergleichbarer börsenkotierter Banken

Vergleichbare Unternehmen	Adjustiertes Beta
Julius Bär	1.52
EFG International	0.91
Vontobel	1.13
Sarasin	0.86
VP Bank	0.60
Liechtensteiner Landesbank	0.67
Median	0.89
Durchschnitt	0.95
Minimum	0.60
Maximum	1.52

Quelle: Bloomberg, 9. Februar 2007

Bemerkung: Berechnung basierend auf wöchentlichen historischen Aktienkursen der letzten zwei Jahre

Anhang 2 : Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Vergleichbare Unternehmen ¹⁾	Marktkapitalisierung ²⁾	NAV ³⁾	P/E ²⁾			P/NAV ²⁾	P/NAV ²⁾			P/AuM ⁴⁾	(P-NAV)/AuM ⁴⁾
			06e	07e	08e	1H 06a	06e	07e	08e	1H 06a	1H 06a
Julius Bär	18,084	6,864	26.9 x	21.0 x	18.2 x	2.6 x	2.8 x	2.6 x	2.4 x	5.0%	3.1%
EFG International	7,600	2,143	36.4 x	24.5 x	18.5 x	3.5 x	3.3 x	2.9 x	2.6 x	14.1%	10.1%
Vontobel	4,024	1,159	18.3 x	17.3 x	16.1 x	3.5 x	3.3 x	3.0 x	2.7 x	6.5%	4.6%
Sarasin	2,755	987	20.7 x	18.1 x	16.4 x	2.8 x	2.6 x	2.5 x	2.3 x	4.2%	2.7%
VP Bank	1,950	925	13.9 x	12.8 x	11.7 x	2.1 x	2.0 x	1.8 x	1.7 x	6.1%	3.2%
LLB	3,752	1,314	17.1 x	15.9 x	14.6 x	2.9 x	2.6 x	2.3 x	2.2 x	8.0%	5.2%
Alle vergleichbaren Unternehmen											
Median			19.5 x	17.7 x	16.3 x	2.8 x	2.7 x	2.5 x	2.3 x	6.3%	3.9%
Durchschnitt			22.2 x	18.3 x	15.9 x	2.9 x	2.8 x	2.5 x	2.3 x	7.3%	4.8%
Minimum			13.9 x	12.8 x	11.7 x	2.1 x	2.0 x	1.8 x	1.7 x	4.2%	2.7%
Maximum			36.4 x	24.5 x	18.5 x	3.5 x	3.3 x	3.0 x	2.7 x	14.1%	10.1%
Vergleichbare Unternehmen ohne EFG International											
Median			18.3 x	17.3 x	16.1 x	2.8 x	2.6 x	2.5 x	2.3 x	6.1%	3.2%
Durchschnitt			19.4 x	17.0 x	15.4 x	2.8 x	2.6 x	2.4 x	2.3 x	6.0%	3.8%
Minimum			13.9 x	12.8 x	11.7 x	2.1 x	2.0 x	1.8 x	1.7 x	4.2%	2.7%
Maximum			26.9 x	21.0 x	18.2 x	3.5 x	3.3 x	3.0 x	2.7 x	8.0%	5.2%

¹⁾ Börsennotierte vergleichbare Unternehmen aus der Schweiz und Liechtenstein

²⁾ Quelle: Bloomberg 9. Februar 2007; I/B/E/S; KPMG Analyse

³⁾ Quelle: Geschäfts- respektive Halbjahresberichte

⁴⁾ Quelle: Bloomberg 9. Februar 2007; Halbjahresberichte 2006; Julius Bär Business Review 2006

Anhang 3 : Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Jahr	Zielgesellschaft	Käufer	P/AuM	P/E
Sep 2006	Banca Gesfid (60% stake)	Fondiaría - SAI SpA	2.8%	10.5
Aug 2006	Pro Trust Private Clients S.A.	Tally-Ho Ventures, Inc.	n/a	2.6
Dec 2005	Harcourt Investment Consulting	Vontobel	3.5%	n/a
Sep 2005	Bank am Bellevue	Swissfirst AG	n/a	13.0
Sep 2005	UBS Private Banks & GAM	Julius Baer	4.7%	n/a
Dec 2004	Caixa Banque Privée Suisse	BNP Paribas	2.6%	n/a
Dec 2004	Citigold International Wealth Management	BNP Paribas	2.6%	n/a
Nov 2004	Inter Maritime Bank (Bank of New York)	Bank Hapoalim BM	3.7%	n/a
Jun 2004	Vontobel (12.5% stake)	Raiffeisenbanken Group	3.7%	18.0
No 2003	Banque Notz Stucki	Ferrier Lullin (UBS)	2.0%	n/a
Oct 2003	Bank von Ernst	Coutts (Royal Bank of Scotland)	3.8%	19.0
May 2003	Schweizerische Treuhandgesellschaft (STG)	LGT Group	2.8%	n/a
Median			3.1%	13.0
Durchschnitt			3.2%	12.6
Median der vergleichbarsten Transaktionen			3.7%	18.5
Durchschnitt der vergleichbarsten Transaktionen			3.7%	18.5

Quelle: SDC, Mergermarket, Broker Notes, Pressemitteilungen, KPMG Analyse

Anhang 4 : Bezahlte Prämien im Rahmen öffentlicher Übernahmen in der Schweiz

Datum der Voranmeldung ¹⁾	Zielgesellschaft	Industriesegment	Käufer ²⁾	Offerte in CHFm	Bezahlte Prämie ³⁾
13.06.2005	Leica Geosystems	Electronic Measur. Instr.	Hexagon	1'463	51.7%
26.08.2005	Saia-Burgess	Electronic Products - Misc.	Johnson Electric	696	41.3%
12.09.2005	Sarna Polymer	Building & Construction	Sika	399	14.4%
01.12.2005	Berna Biotech	Health Care	Crucell	590	18.9%
31.01.2006	Amazys	Electronic Measur. Instr.	X-Rite	365	39.6%
06.03.2006	Generali (Schweiz)	Multi-line Insurance	Assicurazioni Generali (Italy)	359	21.9%
28.03.2006	Aare-Tessin	Electric-Integrated	Motor Columbus	600	0.5%
06.09.2006	Saurer	Machinery - General Industry	Oerlikon (formerly Unaxis)	1'491	44.5%
21.09.2006	Serono	Medical - Biomedical / Gene.	Merck	16'111	28.5%
Median					28.5%
Durchschnitt					29.0%

Quelle: Bloomberg; Mergermarket; Unternehmensinformationen

1) Datum der ersten Offerte, falls mehrere platziert wurden

2) Erfolgreicher Bieter, falls mehrere Offerten

3) Basierend auf dem durchschnittlichen Eröffnungspreis der 30 Handelstage vor der Voranmeldung