

# Fairness Opinion

## Absolute Invest AG

**Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots der Alpine Select AG für die Absolute Invest AG**

Zürich, 10. Oktober 2013

# Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b> .....	<b>3</b>
1.1	Ausgangslage .....	3
1.2	Auftrag .....	4
1.3	Berichtsstruktur .....	5
1.4	Datengrundlage .....	5
<b>2</b>	<b>Transaktionsstruktur</b> .....	<b>7</b>
<b>3</b>	<b>Unternehmensprofil und Herleitung des NAV von Absolute Invest</b> .....	<b>9</b>
3.1	Unternehmensprofil von Absolute Invest .....	9
3.2	Herleitung des Net Asset Value per 4. Oktober 2013 .....	10
3.3	Zusätzliche bewertungsrelevante Aspekte .....	13
3.4	Analyse des Aktienkurses und des Net Asset Value-Abschlags .....	14
<b>4</b>	<b>Analyse der NAV-Abschläge vergleichbarer Unternehmen und Transaktionen</b> .....	<b>16</b>
4.1	NAV-Abschläge bei vergleichbaren Beteiligungsgesellschaften .....	16
4.2	NAV-Abschläge bei vergleichbaren Transaktionen .....	20
4.3	Bezahlte Prämien im Vergleich zum Aktienkurs bei vergleichbaren Transaktionen .....	21
4.4	Abschläge bei weiteren Transaktionen mit Alpine als Anbieterin .....	22
<b>5</b>	<b>Beurteilung von Alternativen für die Aktionäre von Absolute Invest</b> .....	<b>24</b>
5.1	Aktienverkauf über die Börse .....	24
5.2	Ablehnung des Barangebots (in Erwartung einer Verringerung des Discounts) .....	24
5.3	Liquidationsszenario .....	26
<b>6</b>	<b>Schlussfolgerungen</b> .....	<b>30</b>
<b>7</b>	<b>Anhang</b> .....	<b>32</b>
7.1	Anhang I: Peer Group kotierter Investmentgesellschaften .....	32
7.2	Anhang II: Vergleichbare Transaktionen .....	33
7.3	Anhang III: Abkürzungsverzeichnis .....	34

# 1 Einleitung

## 1.1 Ausgangslage

Absolute Invest und Alpine sind an der SIX Swiss Exchange kotierte Beteiligungsgesellschaften.

Absolute Invest AG („Absolute Invest“, „ABSI“) ist eine an der SIX Swiss Exchange („SIX“) kotierte Beteiligungsgesellschaft mit Sitz in Zug. Ihr Ziel ist es, aus einem international diversifizierten Portfolio konstante Erträge (Absolute Returns) zu erzielen. Dabei konzentriert sie sich insbesondere auf Anlagen in nicht-kotierte Hedge Funds.

Zu Beginn 2012 führte ABSI erste Fusionsgespräche mit Alpine Select AG („Alpine“), einer ebenfalls an der SIX kotierten Beteiligungsgesellschaft und grösste Aktionärin von ABSI. Die Fusionsgespräche wurden jedoch im September 2012 erfolglos abgebrochen.

Bis Mitte 2013 erhöhte Alpine die Beteiligung an ABSI auf 50.0%. Unter Berücksichtigung von Beteiligungen von mit Alpine gemeinsam handelnden Personen hält Alpine per 9. Oktober 2013 insgesamt 58.81% der ausstehenden Aktien und nimmt somit eine beherrschende Stellung gegenüber ABSI ein. Aufgrund der Opting-out Klausel in den Statuten von ABSI war Alpine jedoch nicht verpflichtet, ein Übernahmeangebot zu unterbreiten.

Alpine beabsichtigt die vollständige Übernahme von ABSI.

Am 14. August 2013 gab Alpine trotzdem ihre Absicht zur vollständigen Übernahme von ABSI bekannt. Dazu wird voraussichtlich am 11. Oktober 2013 den Aktionären ein öffentliches Kaufangebot unterbreitet. Der Angebotspreis von USD 28.50 pro ABSI-Titel wurde vor Berücksichtigung der beabsichtigten Dividendenzahlung von USD 9.50 pro ABSI-Aktie festgelegt. Das Kaufangebot orientiert sich am historischen Discount der ABSI-Aktie zum Net Asset Value („NAV“).

Die vorliegende Fairness Opinion zur Beurteilung des Angebotspreises wurde zuhanden des unabhängigen Verwaltungsrats der ABSI erstellt.

## 1.2 Auftrag

Die vorliegende Fairness Opinion beurteilt die finanzielle Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots zum Zeitpunkt der Voranmeldung.

IFBC ist ein unabhängiger Corporate Finance-Berater und ist für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt.

Die IFBC AG („IFBC“) wurde am 9. September 2013 vom unabhängigen Verwaltungsrat der ABSI mit der Erstellung eines Gutachtens zur finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots („Fairness Opinion“) der Alpine zum Zeitpunkt der Voranmeldung beauftragt.

Adressat der Fairness Opinion ist ausschliesslich der unabhängige Verwaltungsrat der ABSI, welcher sich im Rahmen seiner Stellungnahme zur Beurteilung des Angebots auf die Fairness Opinion beziehen wird. Sie darf als Ganzes öffentlich publiziert und interessierten Personen übergeben werden. Ebenso darf im Angebotsprospekt vom 11. Oktober 2013 darauf verwiesen werden.

Eine Verwendung zu einem weiteren Zweck ausser der Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots ist ausgeschlossen. Insbesondere stellt die Fairness Opinion keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre dar, das Angebot anzunehmen oder abzulehnen.

IFBC erstellte diese Fairness Opinion als unabhängiger Corporate Finance-Berater und wird dafür mit einem marktüblichen Honorar entschädigt. IFBC erhält keine Entschädigungen, welche von den Aussagen im Bericht oder vom Erfolg der Transaktion abhängig sind. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV für die Erstellung einer Fairness Opinion besonders befähigt und von der Zielgesellschaft sowie den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat IFBC die Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen von ABSI vorausgesetzt. Das Management von ABSI hat uns bestätigt, dass es sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, gemäss welchen die zur Verfügung gestellten Informationen irreführend, unrichtig oder unvollständig wären. Unsere Verantwortung beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung und Plausibilisierung der uns zur Verfügung gestellten Informationen (vgl. Kapitel 1.4 bzw. Kapitel 3.2) und Berechnungen.

Diese Fairness Opinion wurde am 10. Oktober 2013 abgeschlossen. Bewertungszeitpunkt ist der 4. Oktober 2013.

Diese Fairness Opinion liegt zusätzlich in französischer Sprache vor.

### 1.3 Berichtsstruktur

Die vorliegende Einschätzung zur finanziellen Angemessenheit des Angebots von Alpine an die verbleibenden ABSI-Aktionäre basiert auf eigenen Wertüberlegungen von IFBC. Die folgenden Grundlagen für unsere Wertüberlegungen werden in diesem Bericht genauer beschrieben:

- Berechnung des NAV per Bewertungsstichtag u.a. basierend auf den NAV-Angaben für nicht-kotierte Portfoliositionen der jeweiligen Investment Manager.
- Analyse der NAV-Abschläge vergleichbarer kotierter Beteiligungsgesellschaften und Transaktionen.
- Beurteilung der Handlungsalternativen der verbleibenden Aktionäre von ABSI.

Die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Alpine an die ABSI-Aktionäre erfolgt ohne Berücksichtigung individueller steuerlicher und anderer Aspekte. Dementsprechend sind im Rahmen dieser Fairness Opinion nur allgemeingültige Aussagen aus Sicht aller Publikumsaktionäre zur finanziellen Angemessenheit des Angebots möglich.

### 1.4 Datengrundlage

Unser Beurteilung basiert auf der Analyse folgender Quellen:

- Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots vom 9. Oktober 2013
- Entwurf des Angebotsprospekts vom 7. Oktober 2013

- Testierter Jahresbericht 2012 von ABSI
- Testierter Halbjahresabschluss 2013 von ABSI
- Details zur Berechnung des NAV von ABSI per 30. September 2013, publiziert per 4. Oktober 2013
- Depotauszüge von Absolutissimo Ltd., Carry Ltd. und Absolute Invest AG per 30. September 2013<sup>1</sup>
- Informationen zu liquiden Mitteln und Debitoren von Absolutissimo Ltd., Carry Ltd. und Absolute Invest AG per 30. September 2013, adjustiert per 4. Oktober 2013
- Tax-Ruling mit der Eidgenössische Steuerverwaltung und der Steuerverwaltung des Kantons Zugs vom 3. Oktober 2013 bzw. vom 4. Oktober 2013
- Verwaltungsratsprotokolle von ABSI ab Juni 2011
- Investment Guidelines von ABSI vom 1. Dezember 2012
- Statuten von ABSI vom 19. November 2012
- Handelsregisterauszug von ABSI per 4. Oktober 2013
- Revisionsbericht zuhanden des Verwaltungsrats vom 24. April 2012 und 19. April 2013
- Dividendenadjustierter Aktienkurs und NAV-Entwicklung von ABSI gemäss Homepage
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter in der Schweiz kotierter Investmentgesellschaften (Datenquelle: Bloomberg)
- Daten ausgewählter Transaktionen basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen
- Sonstige öffentlich zugängliche Informationen

Zusätzlich wurden mit folgenden Personen Gespräche geführt:

- Herr Hans Rudolf Zehnder, Verwaltungsratspräsident und unabhängiger Verwaltungsrat von ABSI
- Herr Markus Muraro, Chief Operating Officer von ABSI
- Herr Christoph Gröbli, KPMG, verantwortlicher Revisor von ABSI

---

<sup>1</sup> Absolutissimo Ltd. und Carry Ltd. sind Tochtergesellschaften von ABSI, vgl. Abschnitt 3.1.

## 2 Transaktionsstruktur

### Voraussichtlicher Zeitplan des Angebots

4. Oktober 2013	<b>Bewertungsstichtag</b>	
9. Oktober 2013	<b>Voranmeldung</b>	
11. Oktober 2013	<b>Publikation Angebotsprospekt</b>	
21. Oktober 2013	<b>a.o. GV ABSI</b>	
23. Oktober 2013	<b>Ex-Dividenden- Datum ABSI</b>	
28. Oktober 2013		Angebots- frist
8. November 2013		
15. November 2013		
28. November 2013		Nachfrist
9. Dezember 2013	<b>Angebots- vollzug</b>	

Gemäss Voranmeldung vom 9. Oktober 2013 wird Alpine am 11. Oktober 2013 ein öffentliches Angebot von USD 28.50 pro Titel für alle ausstehenden Inhaberaktien („Aktien“) der ABSI unterbreiten.

Dieses Angebot berücksichtigt keine zukünftige Dividendenzahlung, insbesondere auch nicht die Zahlung einer Dividende von USD 9.50 pro Aktie, über welche an der ausserordentlichen Generalversammlung („a.o. GV“) vom 21. Oktober 2013 abgestimmt wird. Aufgrund der beherrschenden Stellung von Alpine kann davon ausgegangen werden, dass die a.o. GV einer Dividendenzahlung zustimmen wird.<sup>2</sup> Dementsprechend bietet Alpine USD 19.00 pro ABSI-Aktie nach Auszahlung der Dividende.<sup>3</sup>

Die Angebotsfrist mit einer Dauer von voraussichtlich 10 Tagen beginnt am 28. Oktober 2013 und endet am 8. November 2013. Alpine behält sich vor, die Angebotsfrist zu verlängern.

Sollte das Angebot zustande kommen, ist eine Nachfrist von 10 Börsentagen vorgesehen. Das Kaufangebot wird vorbehaltlich einer Verlängerung der Angebotsfrist am 9. Dezember 2013 vollzogen.

Für Aktionäre, welche ihre ABSI-Titel bei einer Bank in der Schweiz deponiert haben, fallen durch die Annahme des Angebots keine Spesen an. Allfällige eidgenössische Umsatzabgaben werden durch Alpine übernommen.

<sup>2</sup> Jedoch besteht die Möglichkeit, dass die Ausschüttung durch Minderheitsaktionäre angefochten wird. Somit könnte die Ausschüttung der Dividende bis über den Vollzugszeitpunkt des Angebotes hinaus verzögert werden.

<sup>3</sup> Im Rahmen dieser Fairness Opinion wird der Angebotspreis zum Zeitpunkt der Voranmeldung und vor Ausschüttung von Dividenden beurteilt. Eine Beurteilung des Angebotes nach Dividende ist nicht sinnvoll, da (a) zum Zeitpunkt des Verfassens dieses Dokumentes die Höhe des NAV nach Auszahlung der Dividende bzw. zum Zeitpunkt des Angebotsvollzugs sowie (b) die Qualität des Portfolios (Zusammensetzung aus liquiden und nicht liquiden Positionen) und die damit gerechtfertigte Höhe des NAV-Abschlages unbekannt sind. Zudem wird (c) der Aktienkurs zum Vollzugszeitpunkt durch das vorliegende Angebot beeinflusst. Zuletzt gilt (d) die Ausschüttung der Dividende bis zum Angebotsvollzug zwar als wahrscheinlich aber nicht als sicher.

Gemäss steuerlicher Beurteilung des Barangebots der Eidgenössischen Steuerverwaltung vom 3. Oktober 2013 und der Kantonalen Steuerverwaltung Zug vom 7. Oktober 2013 („Tax-Ruling“) bleibt die Transaktion für andienende private, in der Schweiz steuerpflichtige Investoren ohne nachteilige Steuerfolgen. Bei Schweizer Investoren, welche die ABSI-Aktien im Geschäftsvermögen halten, kommt das Buchwertsprinzip zur Anwendung. Ein allfälliger Kapitalgewinn unterliegt somit der Einkommens- und Gewinnsteuer.

## 3 Unternehmensprofil und Herleitung des NAV von Absolute Invest

### 3.1 Unternehmensprofil von Absolute Invest

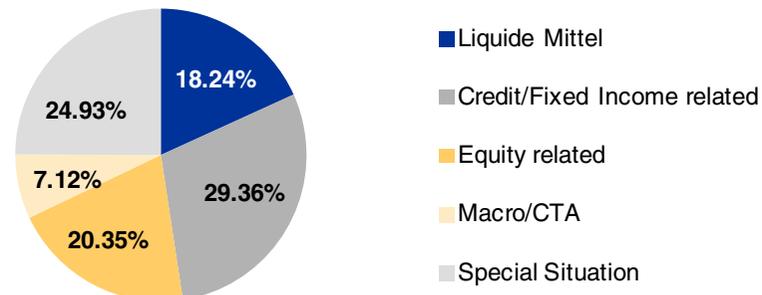
Absolute Invest ist eine Beteiligungsgesellschaft nach Schweizer Recht. Sie investiert als Fund-of-Funds in alternative Anlagen.

ABSI ist eine Schweizer Investmentgesellschaft mit Sitz in Zug. Gegründet im Jahr 1993, wurde Sie unter dem Namen Absolute US AG am 22. Januar 2001 an der SIX kotiert. Nachdem die Absolute US AG 2003 Absolute Invest AG („Absolute Invest (alt)“) und diese wiederum 2005 Absolute Europe AG akquiriert hatte, wurde das Unternehmen im April 2007 in Absolute Invest AG („ABSI“, „Absolute Invest“) umbenannt. Die Aktie notiert in USD. Dementsprechend wird auch der NAV in USD ausgewiesen.

Als sogenannter Fund-of-Funds investiert ABSI hauptsächlich in ein international diversifiziertes Portfolio. Dabei konzentriert sie sich insbesondere auf illiquide, spezialisierte und aufstrebende Hedge Funds. Per 4. Oktober 2013 bestand das Portfolio aus rund 29 nicht-kotierten Hedge Funds und anderen alternativen Kollektiv-Anlagen. Zudem besitzt ABSI Anteile an drei nicht-kotierten Beteiligungsgesellschaften.

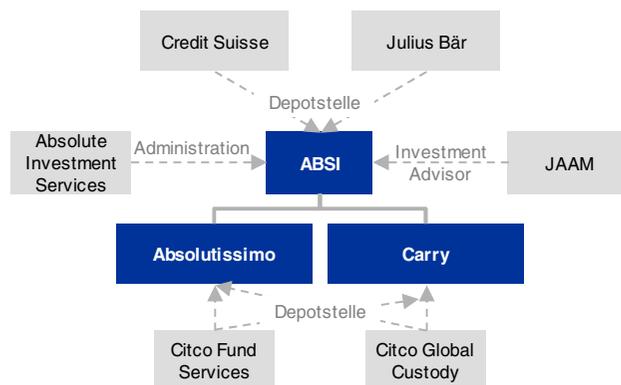
Das Portfolio von ABSI kann in folgende Sektoren eingeteilt werden:

#### Portfoliozusammensetzung per 30. September 2013



Quelle: ABSI Monthly Report September 2013

### Organigramm von Absolute Invest



Quelle: ABSI.

ABSI besitzt zwei Tochterunternehmen auf den Cayman Islands (Absolutissimo Ltd. und Carry Ltd.)<sup>4</sup>, welche vollumfänglich im Besitz von ABSI sind. Diese Tochtergesellschaften halten einen Grossteil des Portfolios. Als Fund-Administrator bzw. Depotstelle der beiden Tochtergesellschaften fungieren Citco Fund Services (Curaçao) N.V., bzw. Citco Global Custody (N.A.) N.V. Die Depotstellen für die von ABSI direkt gehaltenen Anlagen sind Credit Suisse AG, Zug und Bank Julius Bär & Co. AG, Zürich.

Weiter amtiert JAAM AG als Investment Advisor. Deren 100%-Tochter Absolute Investment Services AG stellt der ABSI Administrations-Dienstleistungen, wie die Berechnungen des NAV, die Erstellung der Jahres- und Halbjahresabschlüsse sowie im Bereich Investorenkommunikation zur Verfügung.

## 3.2 Herleitung des Net Asset Value per 4. Oktober 2013

Der Verweis auf den NAV bei der Bewertung von Beteiligungsgesellschaften gilt als „best practice“.

### Herleitung des Net Asset Value („NAV“)

Als Bewertungsgrundlage einer Beteiligungsgesellschaft dient üblicherweise der NAV. Dieser entspricht der Differenz zwischen dem Wert der Aktiven und den Verbindlichkeiten.

Absolute Investment Services AG berechnet und publiziert wöchentlich per Freitag den NAV per Ende der Vorwoche. Aufgrund des Monatsendes wurde jedoch am 4. Oktober 2013 der NAV per 30. September 2013 publiziert. Die Berechnungsmethodik weicht nicht von der Herleitung des Fair Value des NAV per 31. Dezember 2012 bzw. 30. Juni 2013 ab, welche gem. IFRS errechnet und durch KPMG testiert wurden.

<sup>4</sup> Eine weitere 100%-Tochter von ABSI, die Usissimo Ltd., ist zurzeit in Liquidation.

Die von ABSI angewandte Methodik zur Berechnung des NAV ist Industriestandard. Die verwendeten Grundlagen werden bei der wöchentlichen NAV-Berechnung korrekt berücksichtigt.

Unsere Bewertung des NAV per 4. Oktober 2013 basiert auf der Methodik zur NAV-Berechnung von ABSI.

#### Herleitung des NAV per 4. Oktober 2013

	in USD
Liquide Mittel	7'681'972
Forwards	42'562
Sichteinlage	27'500'000
Debitoren und sonstiges Umlaufvermögen	283'013
Kotierte Anlagen	-
Nicht-kotierte Anlagen	149'569'012
<b>Total Aktiven</b>	<b>185'076'558</b>
Kreditoren und transitorische Passiven	-417'461
<b>Net Asset Value</b>	<b>184'659'098</b>

Quelle: ABSI und IFBC.

IFBC beurteilte den Bewertungsprozess von ABSI zur Ermittlung des NAV. Danach kann festgehalten werden, dass der gewählte Ansatz dem Industriestandard entspricht. Zudem konnten keine Abweichungen zwischen den NAV-Werten der Hedge Funds gemäss Fund-Administrator sowie den von ABSI verwendeten NAV-Werten festgestellt werden.

Die Berechnung des NAV innerhalb der vorliegenden Fairness Opinion basiert deshalb auf der Berechnungsmethodik von ABSI. Abhängig von den Anlageklassen wurden dazu folgende Bewertungsgrundlagen verwendet:

- *Liquide Mittel:* Gemäss Angaben der Fund-Administratoren per 30. September 2013 zuzüglich des Nettoerlöses aus dem Verkauf der kotierten Anlagen zwischen dem 30. September 2013 und dem 4. Oktober 2013.
- *Forwards und Sichteinlagen:* Gemäss Angaben der Fund-Administratoren per 30. September 2013.
- *Debitoren und sonstiges Umlaufvermögen:* Aufgrund des geringen Werts im Verhältnis zum Wert des Portfolios wurden diese ungeprüft aus den Angaben von ABSI per 30. September 2013 übernommen.
- *Anlagen in kotierte Beteiligungsgesellschaften:* Zwischen 30. September 2013 und 4. Oktober 2013 wurden alle Aktien von kotierten Beteiligungsgesellschaften verkauft.
- *Anlagen in nicht-kotierte Hedge Funds:* NAV gemäss den Angaben der verantwortlichen Fund-Administrator/Depotstelle per 30. September 2013. Diese basieren auf den Angaben der Investment Manager der jeweiligen Funds, welche üblicherweise einmal monatlich die NAV-Werte publizieren.<sup>5</sup> Gemäss Management von ABSI traten zwischen dem Zeitpunkt der Berechnung der NAV der einzelnen Hedge Funds und dem Stichtag dieser Fairness Opinion keine signifikanten bewertungsrelevanten Ereignisse ein. Folglich erachten wir diese basierend auf der bisherigen Praxis als besten Schätzer für die aktuellsten NAV-Werte nicht-kotierter Anlagen. Weitere Abschläge wie allfällige Rücknahmekommissionen werden nicht berücksichtigt.

<sup>5</sup> Der NAV des Balkan Tiger Funds wird täglich publiziert. Deshalb wurde für diesen Fund der NAV per Bewertungsstichtag berücksichtigt.

- *Anlagen in nicht-kotierte Beteiligungsgesellschaften:* NAV gemäss Halbjahresabschluss per 30. Juni 2013. Aufgrund des geringen Werts dieser Beteiligungen (Total < USD 500'000) wird darauf verzichtet, eine Neubewertung durchzuführen.
- *Kreditoren und transitorische Passiven:* Aufgrund des geringen Werts im Verhältnis zum Wert des Portfolios wurden diese ungeprüft aus den Angaben von ABSI per 30. September 2013 übernommen.

Portfoliositionen mit einer anderen Basiswährung als USD werden zum Devisenkurs per Bewertungsstichtag in USD umgerechnet.

Zurzeit sind 6.0 Mio. Aktien der ABSI ausstehend.

#### **Anzahl ausstehende Aktien**

Gemäss Handelsregisterauszug besitzt ABSI aktuell ein Eigenkapital von CHF 599'555.20 unterteilt in 5'995'552 Inhaberaktien mit einem Nominalwert von CHF 0.10. Gemäss Halbjahresbericht sind weder Mitarbeiteroptionen noch andere die Anzahl Aktien verwässernde Instrumente ausstehend. Auch werden zurzeit nach Aussagen des Managements keine eigenen Aktien gehalten. Die für die Berechnung des NAV pro Aktie relevante Anzahl ausstehender Aktien beträgt somit 5'995'552.

Der NAV pro Aktie beträgt USD 30.80 per 4. Oktober 2013.

#### **Berechnung des NAV pro Aktie**

Basierend auf einem NAV von ABSI per 4. Oktober 2013 von USD 184'659'098 und der Anzahl ausstehenden Aktien von 5'995'552 resultiert ein NAV pro ausstehende Aktie von USD 30.80 ohne Berücksichtigung einer Dividende von USD 9.50 pro Aktie. Dieser Wert liegt ganz leicht über dem per 30. September 2013 publizierten Wert von USD 30.78. Die Differenz kann durch veränderte Wechselkurse sowie Unterschiede zwischen dem Wert der kotierten Anlagen per 30. September 2013 und dem Nettoerlös aus dem Verkauf dieser Titel erklärt werden.

Basierend auf dem Angebotspreis liegt der implizite NAV-Abschlag per 4. Oktober 2013 bei 7.5%.

Aus dem angebotenen Preis pro ABSI-Aktie von USD 28.50 lässt sich somit ein impliziter Abschlag zum NAV per 4. Oktober 2013 von USD 2.30 bzw. 7.5% errechnen.

### 3.3 Zusätzliche bewertungsrelevante Aspekte

Verlustvortrag von USD 33.6 Mio. per 31. Dezember 2012 kann gemäss aktueller Einschätzung des Managements grösstenteils nicht realisiert werden.

#### Verlustvorträge

Gemäss Jahresbericht 2012 wies ABSI per Ende 2012 einen Verlustvortrag von USD 33.6 Mio. aus. Das Management erwartete jedoch, dass nur ein kleiner Teil (USD 235'000) davon mit zukünftigen Gewinnen zur Steuerreduktion verrechnet werden kann. Basierend auf dem aktuell gültigen Steuersatz von 7.83% für ABSI wurde deshalb ein latenter Steueranspruch von USD 18'000 per 31. Dezember 2012 bilanziert.

Das Management von ABSI schätzt die Wahrscheinlichkeit, dass der Verlustvortrag realisiert werden kann, weiterhin als äusserst gering ein. Aus diesem Grund werden allfällige latente Steueransprüche in der NAV-Bewertung von ABSI nicht berücksichtigt.

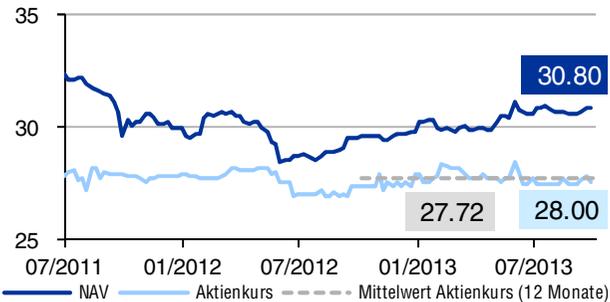
#### Dividendenzahlung

Mit der Medienmitteilung vom 26. August 2013 gab ABSI bekannt, an der a.o. GV vom 21. Oktober 2013 eine Dividende pro Aktionär von USD 9.50 bzw. eine Dividendenzahlung von insgesamt USD 57.0 Mio. zu beantragen. Die Dividendenausschüttung soll den allgemeinen Reserven aus Kapitaleinlagen belastet werden und erfolgt deshalb ohne Abführung der Verrechnungssteuer. Die Auszahlung der Dividende an die Aktionäre ist für den 28. Oktober 2013 vorgesehen. Am Ex-Dividenden Datum (23. Oktober 2013) wird sich deshalb der NAV pro Aktie sowie voraussichtlich auch der Börsenkurs um USD 9.50 reduzieren.

Der zu beurteilende Angebotspreis von USD 28.50 per 4. Oktober 2013 berücksichtigt die Ausschüttungen der Dividenden nicht. Dementsprechend bezieht sich diese Fairness Opinion ebenfalls auf den Wert vor Dividenden. Sollten bis zum Vollzugsdatum Dividenden ausbezahlt werden, würden diese vom Angebotspreis abgezogen.

### 3.4 Analyse des Aktienkurses und des Net Asset Value-Abschlags

#### Dividendenadjustierte Aktienkurse und NAV von ABSI (in USD)<sup>6</sup>



Quelle: ABSI.

#### Discount des Aktienkurses zum NAV



Quelle: ABSI.

Die Aktien der ABSI sind seit Januar 2001 an der SIX kotiert.

Seit Juli 2011 bewegte sich der dividendenadjustierte Kurs<sup>6</sup> der ABSI-Aktie innerhalb eines Wertbands zwischen USD 26.70 und USD 28.50. Per 4. Oktober 2013 notiert die Aktie bei USD 28.00 (Preis der zuletzt gehandelten Aktie). Dies entspricht einem Discount zum NAV per 4. Oktober 2013 von 9.1%. Das Barangebot von USD 28.50 liegt hingegen 1.8% über dem aktuellen Aktienkurs.

Der durchschnittliche Aktienkurs der letzten 12 Monate basierend auf wöchentlichen Aktienkursen lag mit USD 27.72 nur unwesentlich unter dem aktuellen Aktienkurs. Der 12-Monats-Durchschnitt des NAV-Abschlags fiel mit 8.3% ebenfalls geringer aus als der aktuelle Discount von 9.1%. Dieser Umstand widerspiegelt den Verlauf des Abschlags in den letzten Monaten dahingehend, dass dieser sich bis Mitte 2012 auf rund 3.0% reduzierte, seitdem jedoch wieder kontinuierlich erhöhte, obwohl in dieser Zeit die Alpine vermehrt als Käufer von ABSI-Titeln aufgetreten ist.

Weitere Aspekte, die bei der Beurteilung des Aktienkurses von ABSI zu berücksichtigen sind:

- *Liquidität der Aktie:* Die ABSI-Titel sind im Sinne des Übernahmerechts aufgrund des geringen Handelsvolumens als nicht liquide zu beurteilen.<sup>7</sup> Entsprechend wäre bei einem Pflichtangebot in Bezug auf die Mindestpreisregel der Börsenkurs von ABSI nicht massgebend.

<sup>6</sup> An der ordentlichen GV vom 29. Mai 2013 wurde die Zahlung einer Dividende von USD 10.00 pro Aktie beschlossen und per 31. Mai 2013 (Ex-Dividenden Datum) an die Aktionäre von ABSI ausbezahlt. Die dargestellten Kurse wurden um diese Dividende adjustiert.

<sup>7</sup> Als liquide gelten Aktien von nicht im Swiss Leader Index („SLI“) gelisteten Unternehmen, „wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.“ (Vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 2 vom 26. Februar 2010 zur Liquidität im Sinne des Übernahmerechts) Bei ABSI war der relevante Median nur in 2 der vorangegangenen 12 Monate gleich oder grösser 0.04%.



## Folgerungen

- *Aktienrückkaufprogramme:* Seit 2007 führte ABSI zahlreiche Aktienrückkaufprogramme durch. Das Management wollte dadurch den bestehenden Abschlag zwischen dem NAV und dem Aktienkurs verringern. Die a.o. GV vom 19. November 2012 beschloss die Durchführung eines weiteren Rückkaufprogramms im Umfang von maximal 10% des bestehenden Aktienkapitals. Aufgrund von Unregelmässigkeiten in Zusammenhang mit dem Erwerb eines Aktienpakets sowie der Verletzung des Transparenzgrundsatzes während eines früheren Rückkaufprogramms erlaubte die Übernahmekommission das erneute Rückkaufprogramm u.a. nur unter der Auflage eines Mindestpreises pro ABSI-Aktie von USD 37.50.<sup>8</sup> ABSI verzichtete daraufhin auf die Durchführung dieses Rückkaufprogramms.

- ABSI ist ein Fund-of-Funds, welcher insbesondere in nicht-kotierte Hedge Funds investiert.
- Die von ABSI angewendete Methodik zur Herleitung des NAV entspricht dem Industriestandard.
- Die auf der Methodik von ABSI basierende Berechnung des NAV per 4. Oktober 2013 ergibt einen Wert von USD 30.80 vor Berücksichtigung von Dividendenzahlungen.
- Basierend auf dem angebotenen Preis pro Aktie vor Dividendenzahlungen von USD 28.50 liegt der implizite NAV-Abschlag bei USD 2.30 bzw. 7.5%.
- Dieser Discount liegt 1.6 Prozentpunkte unter dem NAV-Abschlag des aktuellen Aktienkurses sowie 0.8 Prozentpunkte unter dem durchschnittlichen NAV-Abschlag der letzten 12 Monate.

---

<sup>8</sup> Vgl. UEK: Verfügung 522/10, 4. Januar 2013; Dieser Wert bezieht sich auf den Aktienkurs vor Ausschüttung der Dividende von USD 10.0 pro Aktie im Frühjahr 2013.

## 4 Analyse der NAV-Abschläge vergleichbarer Unternehmen und Transaktionen

Ein Abschlag auf den NAV ist sowohl bei kotierten Investmentgesellschaften in der Schweiz als auch bei vergleichbaren Transaktionen beobachtbar.

Bei einer Vielzahl der an der SIX gehandelten Investmentgesellschaften ist ein Abschlag zwischen dem NAV und dem Aktienkurs beobachtbar. Die Ursachen dafür sind vielfältig.

Der Liquidität des investierten Portfolios der Beteiligungsgesellschaft kommt hierbei eine Schlüsselrolle zu. Weitere mögliche Einflussfaktoren sind die Höhen der Verwaltungsgebühren, die Zusammensetzung des Aktionariats oder die Investmentstrategie an sich. Auch kann die fallspezifische Liquidität der Aktien der betrachteten Investmentgesellschaften einen Einfluss auf die Preisbildung und somit auf den Abschlag zum inneren Wert einer Aktie haben. Da die Aktie von ABSI im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2 als nicht liquide gilt, werden zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebots von Alpine im folgenden Abschnitt die Abschläge bei ähnlichen kotierten Investmentgesellschaften bzw. Transaktionen analysiert.

### 4.1 NAV-Abschläge bei vergleichbaren Beteiligungsgesellschaften

Die Peer Group besteht aus Beteiligungsgesellschaften, welche sich auf Investitionen in Hedge Funds konzentrieren.

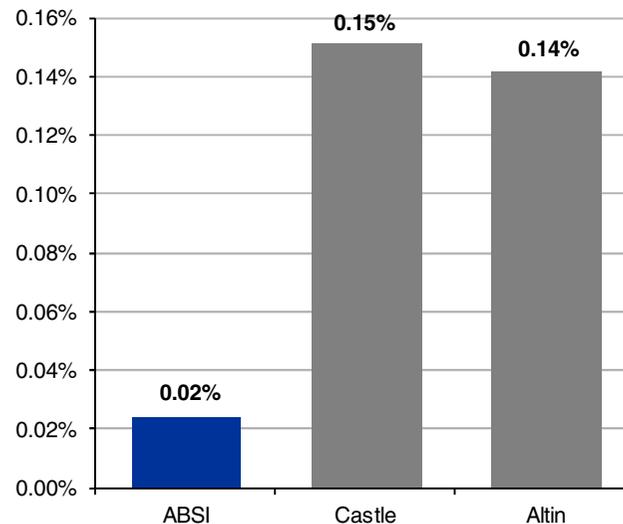
Investmentgesellschaften mit Fokus in Private Equity und direkten Beteiligungen wurden nicht berücksichtigt.

#### Definition der Peer Group

Bei der Auswahl vergleichbarer Investmentgesellschaften wurden aus der Grundgesamtheit der an der SIX kotierten Investmentgesellschaften diejenigen berücksichtigt, welche – analog zu ABSI – ebenfalls hauptsächlich in nicht-kotierte Hedge Funds investieren. Damit ist sichergestellt, dass u.a. auch die Liquidität der Portfolios der Peer Group-Unternehmen mit demjenigen von ABSI vergleichbar ist. Konsequenterweise wurden Investmentgesellschaften mit einem Private-Equity- oder Direktinvestment-Fokus nicht in den Vergleichsanalysen berücksichtigt, da diese in ihren Investmentstrategien grundsätzliche Unterschiede aufweisen.

Aufgrund der Branchenkonsolidierung in den letzten Jahren ist die Anzahl von Investmentgesellschaften im Allgemeinen und von Schweizer Beteiligungsgesellschaften mit einer Ausrichtung auf Hedge Funds im Speziellen über die Jahre merklich gesunken. Im vorliegenden Fall konnten deshalb nur Castle Alternative Invest AG („Castle“) sowie die Altin AG („Altin“) als vergleichbar eingestuft werden.

**Durchschnitt der letzten 12 Monats-Mediane der Handelsvolumen in % der handelbaren Aktien per 30. September 2013**



Quelle: Bloomberg, SIX, IFBC.

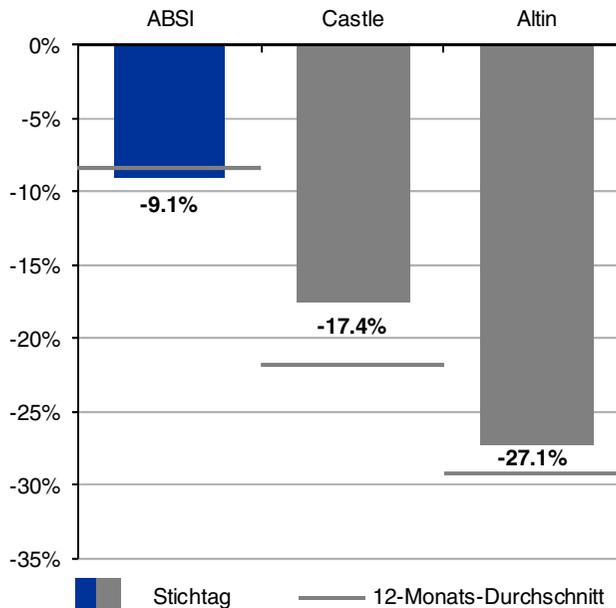
### Analyse der Liquidität

Zur Analyse der Effizienz der Preisgestaltung und somit der zu beobachtenden Abschläge auf den NAV am Kapitalmarkt ist die Liquidität der Aktie der zu betrachtenden Unternehmen heranzuziehen. So kann eine fehlende Liquidität im Aktienhandel gemäss anerkannter Theorie und Praxis zu überproportionalen Abschlägen zum inneren Wert führen.

Im vorliegenden Fall wird dabei auf die Definition gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 2: „Liquidität im Sinn des Übernahmerechts“ abgestellt. Sowohl Castle als auch Altin sind in diesem Sinne per Ende September 2013 liquide. Dies trifft jedoch nicht auf die Aktien der ABSI zu.

Zur besseren Vergleichbarkeit der Liquidität ist in der nebenstehenden Abbildung der Durchschnitt der Mediane der Handelsvolumen in % der handelbaren Aktien (auf Tagesbasis) der letzten 12 Monate abgebildet. Auch hier zeigt sich, dass die Investmentgesellschaften Castle und Altin über eine deutlich höhere durchschnittliche Liquidität ihrer Aktientitel als ABSI verfügen.

### Aktuelle NAV-Abschläge zum Aktienkurs vergleichbarer kotierter Investmentgesellschaften<sup>9</sup>



Quelle: Bloomberg, öffentlich zugängliche Informationen der Unternehmen.

### Analyse der NAV-Abschläge zum Aktienkurs vergleichbarer kotierter Unternehmen

Wie in der nebenstehenden Abbildung ersichtlich ist, liegen die Durchschnittswerte der vergangenen 12 Monate bei den beiden Vergleichsunternehmen über den aktuellen Werten per Stichtag. Dies im Gegensatz zur Situation bei ABSI, welche per Stichtag einen höheren Abschlag aufweist als im 12-Monats-Durchschnitt.

Konkret liegt der Durchschnitt der Abschläge der Peer Group-Gesellschaften per Stichtag bei 22.3%. Der Abschlag der ABSI-Aktie liegt demgegenüber aktuell mit 9.1% deutlich darunter. Der im Rahmen des Angebots von Alpine errechenbare implizite Abschlag auf den NAV von 7.5% liegt somit ebenfalls deutlich unter dem Wert der Vergleichsunternehmen.

Ein wesentlicher Grund für die Differenzen in den Abschlägen ist in den unterschiedlichen Gebührenmodellen (Verwaltungskosten) der untersuchten Investmentgesellschaften zu suchen. So weist ABSI geringere Verwaltungsgebühren auf als die beiden Vergleichsgesellschaften.<sup>10</sup> Da schlanke Kostenstrukturen bei solchen Investmentgesellschaften einen wesentlichen Erfolgsfaktor darstellen, kann der geringere NAV-Abschlag bei ABSI teilweise durch die tieferen Management Fees erklärt werden.

Weiter können auch grössere Abweichungen in den Abschlägen aufgrund der unterschiedlich investierten Portfolios, der Investorenbasis sowie aufgrund unterschiedlicher Aktionariatsstrukturen der untersuchten Investmentgesellschaften entstehen. So haben beispielsweise weder Castle noch Altin einen vergleichbaren Mehrheitsaktionär wie dies bei ABSI der Fall ist.

<sup>9</sup> Hinweis: Stichtag: 4. Oktober 2013, Jahresdurchschnitt vom 5. Oktober 2012 bis 4. Oktober 2013, NAV und Aktienkurs in USD, Basis: Schlusskurse bzw. Preis der zuletzt gehandelten Aktie.

<sup>10</sup> ABSI: Management Fee: 0.65%; Castle: Management Fee: 1.5%, Performance Fee: 10%; Altin: Management Fee: 1.5%, Performance Fee: gestaffelt 0%, 5% und 10%; Quelle: Homepage und Geschäftsberichte der jeweiligen Unternehmen.

Die hohen Discounts bei den Vergleichsunternehmen können zudem mit ausbleibenden Kapitalausschüttungen an die Aktionäre erklärt werden. Während ABSI seit 2011 mehrere Aktienrückkaufprogramme bzw. Nennwertrückzahlungen durchgeführt und Dividenden an die Aktionäre ausbezahlt hat, hat insbesondere Altin dies in den letzten Jahren fast gänzlich unterlassen. Der im September 2013 durch Ausgabe von Put-Optionen durchgeführte Rückkauf eigener Aktien ist das erste Aktienrückkaufprogramm von Altin seit Juli 2010. Castle führte hingegen seit 2010 jährlich ein Aktienrückkaufprogramm durch und weist trotzdem einen im Vergleich zu ABSI hohen NAV-Abschlag aus.

Zudem besteht die Möglichkeit, dass die Liquidität der Beteiligungstitel der Investmentgesellschaften einen Einfluss auf die Preisbildung und somit den beobachtbaren Abschlag hat. Die vorhergehenden Analysen zur Liquidität der untersuchten kotierten Beteiligungsgesellschaften haben gezeigt, dass diese im Gegensatz zu ABSI im Sinne des Übernahmerechts als liquide zu beurteilen sind. Dieser Umstand würde jedoch eher darauf schliessen lassen, dass der Abschlag bei ABSI höher ausfallen müsste als bei den Peer Group-Unternehmen.

Schliesslich ist die Grösse der Vergleichsunternehmen und ABSI zu untersuchen. Mit USD 184.7 Mio. liegt der NAV von ABSI nur leicht unter demjenigen von Castle (USD 236.2 Mio.) und Altin (USD 248.7 Mio.).<sup>11</sup> Auch daraus lassen sich keine direkten Gründe für die grösseren Abschläge bei den beiden Peer Group-Unternehmen ableiten.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der NAV-Abschlag von ABSI weit unterhalb der beobachteten NAV-Abschläge bei vergleichbaren kotierten Unternehmen liegt. Die höheren Abschläge bei den Vergleichsunternehmen können teilweise mit den unterschiedlich hohen Verwaltungsgebühren sowie ausbleibenden Ausschüttungen erklärt werden.

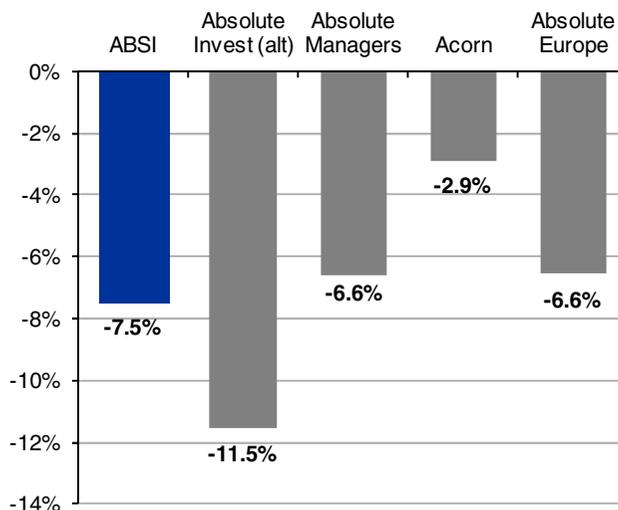
Andere Aspekte wie beispielsweise die Liquidität der Aktie würden eher für einen höheren Abschlag bei ABSI im Vergleich zu Castle und Altin sprechen.

---

<sup>11</sup> Per 30. Juni 2013, Quellen: Halbjahresabschluss 2013 von Castle bzw. Altin.

## 4.2 NAV-Abschläge bei vergleichbaren Transaktionen

### NAV-Abschläge bei vergleichbaren Transaktionen<sup>12</sup>



Quelle: Angebotsprospekte, Bloomberg, Fairness Opinions, öffentlich zugängliche Informationen.

Der Mittelwert der NAV-Abschläge vergleichbarer Transaktionen beträgt 8.2%.

Der Discount zum NAV kann auch über ausgewählte vergleichbare Transaktionen plausibilisiert werden. Dazu wurden öffentliche Übernahmeangebote mit Beteiligung von Investmentgesellschaften ausgewählt, deren Portfolio ebenfalls vornehmlich in Hedge Funds investiert war.

Für die vergangenen Jahre konnten die folgenden vergleichbaren Transaktionen identifiziert werden:

#### Vergleichbare Transaktionen seit 2003

Jahr	Zielgesellschaften	Käufer	Transaktionsart
2003	Absolute Invest AG (alt)	Absolute US AG	Bar & Aktientausch
2005	Absolute Managers AG	Absolute Private Equity AG	Bar
2006	Acorn Alternative Strategies AG	Sarabet AG	Aktientausch
2006	Absolute Europe AG	Absolute Invest AG (alt)	Bar

Quelle: Diverse Fairness Opinions, öffentlich zugängliche Informationen.

Bei der Betrachtung der nebenstehenden Grafik fällt insbesondere der tiefere NAV-Discount von Acorn auf. Der geringe Abschlag von 2.9% ist u.a. auf Kündigungsfristen sowie Liquidationskommissionen zurückzuführen,<sup>13</sup> welche sich zusätzlich negativ auf den Nettoerlös des Aktionärs auswirkten. Der tatsächliche NAV-Abschlag war für den Aktionär in dieser Transaktion also höher als der ausgewiesene.

Unter Berücksichtigung der Barangebote beträgt der Mittelwert der NAV-Abschläge bei vergleichbaren Transaktionen 8.2%.

<sup>12</sup> Ungeprüfter öffentlich publizierter NAV per Tag vor der Voranmeldung bzw. der letzten Publikation vor diesem Datum bei Barangeboten. Im Falle eines Aktientauschs wurden die NAVs in Anlehnung an die entsprechende Fairness Opinion und öffentlich verfügbaren Informationen übernommen. Das Angebot bezüglich Absolute Invest AG (alt) widerspiegelt das Barangebot.

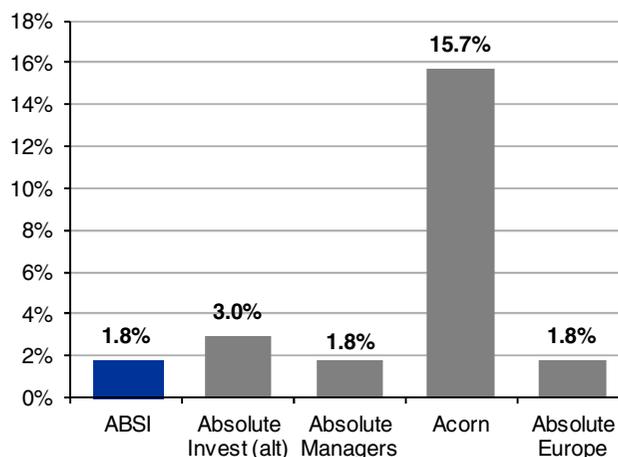
<sup>13</sup> Vgl. die entsprechenden Konditionen im Rahmen von Acorn (2006).

Für die oben erwähnten Barangebote wurden Fairness Opinions erstellt. Diese wurden im Rahmen der jeweiligen Gutachten als finanziell angemessen beurteilt.

Obwohl die Aussagekraft dieser Transaktionen aufgrund der zeitlichen Distanz zum vorliegenden Fall etwas zu relativieren ist, zeigt und bestätigt sich, dass ein NAV-Abschlag in solchen Transaktionen – namentlich im Rahmen von Barangeboten – die Regel darstellt und bei sämtlichen Barangeboten als angemessen beurteilt wurde.

### 4.3 Bezahlte Prämien im Vergleich zum Aktienkurs bei vergleichbaren Transaktionen

Prämie im Rahmen ähnlicher Transaktionen<sup>14</sup>



Quelle: Angebotsprospekte, Bloomberg, Fairness Opinions, öffentlich zugängliche Informationen.

Zusätzlich zur Analyse der NAV-Abschläge bei vergleichbaren kotierten Unternehmen bzw. Transaktionen werden im Folgenden die bei den Vergleichstransaktionen bezahlten Prämien im Vergleich zum Aktienkurs untersucht.

Wie bei der Analyse der NAV-Abschläge liegt die bei Acorn bezahlte Prämie deutlich über den Prämien der Barangebote. Die Gründe dafür liegen auch hier u.a. bei den definierten Kündigungsfristen sowie Liquidationskommissionen, welche den Nettoerlös für die Aktionäre zusätzlich reduzieren. Für die Mittelwertberechnung wurde diese Transaktion daher nicht berücksichtigt. Die von uns ermittelte durchschnittliche stichtagbezogene Prämie der Barangebote im Vergleich zum Aktienkurs beträgt rund 2.2%.

Die Prämie zum Aktienkurs in der Höhe von 1.8%, welche von Alpine für die Beteiligungspapiere von ABSI im Rahmen der vorliegenden Transaktion geboten wird, ist somit mit den gezeigten Prämien ähnlicher Transaktionen vergleichbar. Wie im vorangehenden Abschnitt erwähnt, wurden sämtliche hier berücksichtigten Barangebote als finanziell angemessen beurteilt.

<sup>14</sup> Angebotener Preis im Verhältnis zum Aktienkurs per Stichtag (ABSI: Preis der zuletzt gehandelten Aktie per 4. Oktober 2013; historische Transaktionen: Schlusskurs am Tag vor der Voranmeldung) bei Barangeboten. Im Falle eines Aktientauschs wurden die NAVs in Anlehnung an die entsprechende Fairness Opinion und öffentlich verfügbaren Informationen übernommen. Das Angebot bezüglich Absolute Invest AG (alt) widerspiegelt das Barangebot.

#### 4.4 Abschlüsse bei weiteren Transaktionen mit Alpine als Anbieterin<sup>15</sup>

Alpine tätigte bereits in früheren Jahren Zukäufe von Investmentgesellschaften.

Im Zusammenhang mit Alpine als Anbieterin können zudem von dieser durchgeführte, frühere Transaktionen herangezogen werden. So hat Alpine in den vergangenen Jahren eine Akquisitionsstrategie verfolgt und dabei wiederholt Übernahmeangebote für andere Investmentgesellschaften unterbreitet. Allerdings handelte es sich dabei um Investmentgesellschaften, welche mehrheitlich nicht kotiert waren und teilweise andere Investmentstrategien verfolgten.

EIC Electricity AG: 23% Abschlag. Das Angebot wurde durch den Verwaltungsrat abgelehnt.

Im Jahr 2003 machte Alpine ein Angebot für die ausstehenden Aktien der EIC Electricity AG. Dabei entsprach das letzte Angebot von Alpine dem NAV minus einem Abschlag von 23%.<sup>16</sup> Dieses Angebot wurde durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft abgelehnt.

Terra Trust AG: 15% Abschlag. Das Angebot wurde durch den Verwaltungsrat unterstützt.

Im Jahr 2004 einigten sich Alpine und die Terra Trust AG auf eine einvernehmliche Fusion. Der angewendete Abschlag betrug 15% auf den NAV.

Aramus AG: 7% Abschlag. Das Angebot wurde durch den Verwaltungsrat unterstützt.

Im Jahr 2005 unterbreitete Alpine ein Angebot für die ausstehenden Aktien der Aramus AG. In Abhängigkeit des Werts der illiquiden Positionen wurde im Rahmen des Barangebots ein Abschlag auf den NAV zwischen 6% und 10% geboten. Der Verwaltungsrat hob dabei primär die fehlende Liquidität der Aramus AG-Aktien hervor und befürwortete das definitive Angebot mit einem Abschlag von 7% dementsprechend.

Die Vergleichbarkeit dieser früheren Transaktionen ist aufgrund ihrer zeitlichen Distanz wiederum etwas zu relativieren. Dies insbesondere auch aufgrund der unterschiedlichen Portfolios der in diesem Abschnitt beschriebenen Zielgesellschaften und ABSI.

---

<sup>15</sup> Das Teilangebot von Alpine an Credit Suisse für 19.8% an der Investmentgesellschaft Absolute Private Equity AG im Jahr 2011 wurde dabei nicht berücksichtigt.

<sup>16</sup> Die Berechnung des Abschlags basiert auf der ursprünglichen NAV-Basis gemäss Angebotsprospekt.



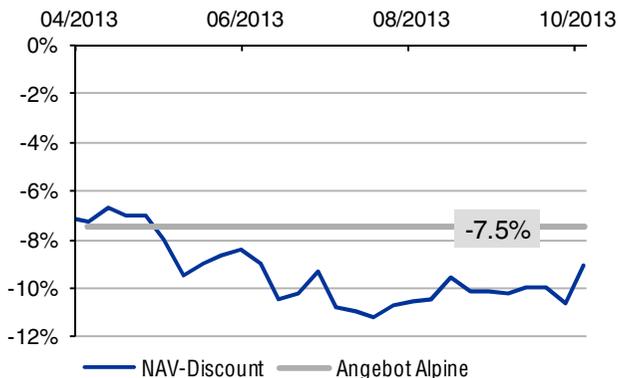
## Folgerungen

- Der durchschnittliche NAV-Abschlag der vergleichbaren kotierten Unternehmen liegt per Stichtag bei 22.3%.
- Barangebote bei vergleichbaren Transaktionen weisen einen durchschnittlichen NAV-Abschlag von 8.2% auf.
- Alpine ist in der Vergangenheit bereits als Käufer von Investmentgesellschaften aufgetreten. Die entsprechenden Abschläge der Angebote, welche vom Verwaltungsrat der jeweiligen Zielgesellschaft unterstützt wurden, variieren zwischen 7% und 15%.
- Mit 7.5% liegt der implizit angebotene NAV-Abschlag in der vorliegenden Transaktion per 4. Oktober 2013 deutlich unterhalb der NAV-Discounts vergleichbarer kotierter Unternehmen und innerhalb des Wertbandes der NAV-Abschläge vergleichbarer Transaktionen.
- Die von Alpine gebotene Prämie im Vergleich zum aktuellen Aktienkurs liegt im Rahmen der Prämien vergleichbarer Transaktionen.

## 5 Beurteilung von Alternativen für die Aktionäre von Absolute Invest

### 5.1 Aktienverkauf über die Börse

#### NAV-Abschlag bei ABSI der letzten 6 Monate



Quelle: ABSI und IFBC.

Alternativ zur Annahme des Angebots von Alpine kann ein Aktionär von ABSI die Titel über die Börse veräußern. Falls der Nettoerlös aus dem Verkauf über die Börse über dem Angebotspreis von Alpine liegt, wird er wohl diese Option wählen.

Eine Prognose, ob der NAV-Diskont bis zum Ende der Nachfrist am 28. November 2013 mit Sicherheit unter dem angebotenen impliziten Discount zu liegen kommt, ist nicht möglich. Die Analyse der wöchentlichen Discounts der letzten 6 Monate<sup>17</sup> zeigt jedoch, dass dieser zumeist über dem angebotenen Abschlag von Alpine lag.

Zudem ist aufgrund der beschränkten Liquidität der ABSI-Titel davon auszugehen, dass sich der Verkauf einer grösseren Anzahl Aktien über die Börse negativ auf deren Kurs auswirken würde. Dementsprechend wäre bei einem Verkauf über die Börse ein Einheitspreis für alle noch ausstehenden Aktien nicht sichergestellt. Dies im Gegensatz zum vorliegenden Angebot von Alpine, welches einen Festpreis für alle Aktionäre vorsieht.

### 5.2 Ablehnung des Barangebots (in Erwartung einer Verringerung des Discounts)

Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass sich über die Angebotsfrist hinaus ein geringerer NAV-Abschlag einstellt.

Eine weitere Handlungsalternative für einen Aktionäre zur Annahme des Angebots ist das Halten der Aktie über die Angebotsfrist hinaus. Ein Aktionär wählt wohl diese Option, wenn er davon ausgeht, dass sich der Abschlag zum NAV in Zukunft reduzieren bzw. auflösen dürfte.

<sup>17</sup> Aufgrund der wöchentlichen Publikation der NAV wird bei der Analyse auf wöchentlich berechnete Discounts abgestützt. Zudem wird aufgrund der Angebotsfrist von max. 40 Tagen die Beobachtungsperiode auf 6 Monate beschränkt.

Am 19. März 2012 gaben ABSI und Alpine bekannt, dass sie Gespräche über eine Fusion der beiden Unternehmen führen. Diese Gespräche wurden am 18. September 2012 ergebnislos beendet. In der Verhandlungsphase reduzierte sich der Abschlag von 8.2% auf 3.0%, um sich dann wieder auf 8.7% zu erhöhen.<sup>18</sup> Der Abschlag von 3.0% ist gleichzeitig der kleinste Abschlag während der letzten 10 Jahre.

Im Gegensatz dazu hat sich der Abschlag seit der Ankündigung von Alpine vom 15. August 2013, ein öffentliches Angebot für die ausstehenden ABSI-Aktien abgeben zu wollen, nur sehr geringfügig verändert (Schwankungsbreite wöchentlich berechneter Discounts: 9.1% bis 10.6%). Dieser Umstand lässt sich damit begründen, dass Alpine in ihrer Mitteilung die Absicht bekanntgab, das Angebot basierend auf historischen NAV-Abschlägen zu unterbreiten. Dies ist ein Indiz dafür, dass sich der Abschlag über die Angebotsfrist hinaus nicht wesentlich verringern wird.

Weiter gilt es zu bedenken, dass ABSI für das Aktienrückkaufprogramm im Jahr 2012 und die Dividendenzahlung im Frühjahr 2013 liquide Mittel im Umfang von USD 116.1 Mio. zur Verfügung stellen musste. Dies erfolgte insbesondere durch den Verkauf von liquiden Portfoliositionen. Mit der Auszahlung der Dividende von USD 9.50 pro Aktie wird nun der Bestand an liquiden Mitteln um weitere USD 57.0 Mio. reduziert. Dementsprechend erhöht sich der Anteil an nicht liquiden Positionen, was eine weitere Erhöhung des NAV-Discounts wahrscheinlich macht.

Zudem ist zu erwarten, dass die Liquidität des bereits heute schon illiquiden Titels durch die Annahme des Angebots von einzelnen Aktionären noch weiter abnehmen wird. Auch dies lässt eine Reduktion des NAV-Abschlags als unwahrscheinlich erscheinen.

Falls mehr als 98% bzw. 90% der Aktien nach Ablauf der Angebotsfrist durch Alpine gehalten werden, kann diese einen Squeeze-out bzw. eine Fusion durchführen.

Was die zu erwartende Situation nach Beendigung des Angebots betrifft, plant Alpine, die dann noch ausstehenden Aktien für kraftlos zu erklären (Squeeze-out gem. BEHG Art. 33) falls Alpine mehr als 98% der Stimmrechte hält. Weiter kann eine Fusion von ABSI und Alpine durchgeführt werden, wenn mehr als 90% der Aktionäre der ABSI der Fusion zustimmen (gem. FusG Art. 18 Abs. 5.). Im Falle eines Squeeze-out steht dem Inhaber der

---

<sup>18</sup> Werte per 16. März 2012, 1. Juni 2012 bzw. 14. September 2012, basierend auf dem dividendenadjustierten Börsenkurs und NAV. Quelle: ABSI und IFBC.

kraftlos erklärten Aktien der ursprüngliche Angebotspreis zu. Demgegenüber ist die Abfindung bei einer Fusion nicht klar geregelt. Nach gängiger Lehrmeinung ist diese jedoch basierend auf dem Marktwert zu ermitteln. Es kann deshalb nicht davon ausgegangen werden, dass der angebotene Discount zum NAV bei einer Fusion geringer ausfallen wird als beim vorliegenden Angebot.

Schliesslich ist die Absicht von Alpine zu berücksichtigen, die ABSI-Titel dekotieren zu wollen, und dies unabhängig von ihrer Beteiligung. Dies könnte sie aufgrund ihrer Mehrheitsanteile bereits heute schon erwirken. Ein Gesuch auf Dekotierung wird durch das Regulatory Board der SIX geprüft. Dieses setzt unter Berücksichtigung des Schutzes der Anleger u.a. den letzten Handelstag fest. Die Kotierung wird grundsätzlich über mindestens 3 Monate nach der Ankündigung der Dekotierung aufrechterhalten.<sup>19</sup> Es ist davon auszugehen, dass die beabsichtigte Dekotierung zu einem Verkaufsdruck führt. Eine Verringerung des NAV-Abschlags ist auch aufgrund dessen nicht zu erwarten.

### 5.3 Liquidationsszenario

Zur Beurteilung des Liquidationsszenarios werden die steuerlichen Konsequenzen sowie die Liquidationsdauer berücksichtigt.

Neben den bereits beschriebenen Handlungsalternativen wird im Folgenden die Liquidation von ABSI beurteilt.

Im Rahmen einer Liquidation werden sämtliche Aktiven einer Beteiligungsgesellschaft veräussert. Anschliessend werden mit den generierten Mitteln die Verbindlichkeiten der Gesellschaft beglichen. Der verbleibende Betrag (Liquidationserlös) wird an die Aktionäre ausgeschüttet. Folgende Aspekte sind bei der Beurteilung des Liquidationsszenarios zu berücksichtigen:

- *Steuerliche Konsequenzen für die Aktionäre:* Mit der vorgesehenen Auszahlung von Dividenden im Umfang von USD 9.50 pro Aktie per Ende Oktober 2013 werden die verbleibenden allgemeinen Reserven aus Kapitaleinlagen fast gänzlich an die Aktionäre von ABSI ausbezahlt. Deshalb wären weitere Auszahlungen verrechnungssteuerepflichtig. Zudem können je nach Situation weitere Steuern für die Aktionäre anfallen.

---

<sup>19</sup> Vgl. Art. 4 RLD.

- *Frühestmöglicher Zeitpunkt der Liquidation der einzelnen Portfoliopositionen:* Gemäss Aussage des Verwaltungsrats von ABSI können nicht sämtliche Aktiven unmittelbar zu attraktiven Preisen veräussert werden. Vielmehr dürfte die Realisation des NAV aufgrund von Kündigungsfristen rund drei bis vier Jahre in Anspruch nehmen.

### **Steuerliche Konsequenzen einer Liquidation**

Die steuerlichen Konsequenzen resultierend aus einer Liquidation hängen von der Stellung des Investors (private vs. institutionelle Anleger) sowie dessen Domizil ab.

Im Vergleich zum Andienen des Angebots resultieren aus der Liquidation steuerliche Nachteile für in der Schweiz ansässige private Investor.

Für in der Schweiz steuerpflichtige Aktionäre, welche die Aktien im Geschäftsvermögen halten, gilt das Buchwertprinzip. Dies bedeutet, dass grundsätzlich die Differenz zwischen Liquidationserlös und Buchwert der Aktien den steuerbaren Gewinn bzw. das steuerbare Einkommen darstellt. Die steuerlichen Konsequenzen sind somit (ohne Berücksichtigung des verrechnungssteuerlichen Aspekts und der Umsatzabgabe) grundsätzlich vergleichbar mit jenen bei Andienen des Angebots.

Werden die Aktien durch einen in der Schweiz steuerpflichtigen Aktionär im Privatvermögen gehalten, entspricht der zu versteuernde Betrag (nach erfolgter Ausschüttung der beabsichtigten Dividende in der Höhe von USD 9.50 aus den Kapitaleinlagen) im Wesentlichen der Differenz zwischen Liquidationserlös und Nennwert pro Aktie.<sup>20</sup> Der tiefe Nennwert von CHF 0.10 pro Aktie führt dazu, dass der grösste Teil des Liquidationserlöses der Einkommenssteuer unterliegt. Im Vergleich zum steuerfreien Andienen entsteht somit unter dem Liquidationsszenario ein bedeutender steuerlicher Nachteil für private Investoren mit Wohnsitz in der Schweiz.

Die Differenz zwischen Liquidationserlös und einbezahltem Nennwert unterliegt zudem der Verrechnungssteuer in der Höhe von 35%. In der Schweiz domizilierte Personen sind grundsätzlich zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer berechtigt. Im Ausland domizilierte Anleger können die Verrechnungssteuer bei Vorliegen eines Doppelbesteuerungsabkommens („DBA“) und bei Erfüllung der entsprechenden Voraussetzungen zwischen der Schweiz und ihres Ansässigkeitsstaats entsprechend dem DBA teilweise zurückfordern.

---

<sup>20</sup> Mit der beabsichtigten Auszahlung der Dividenden von USD 9.50 werden die verbleibenden allgemeinen Reserven aus Kapitaleinlagen fast vollständig aufgebraucht sein.

Die steuerlichen Konsequenzen sind somit individuell je nach Situation des einzelnen Investors zu beurteilen. Es lässt sich aber festhalten, dass die Liquidation für inländische private Investoren im Vergleich zum Verkauf der Anteile im Rahmen des öffentlichen Angebots von Alpine steuerliche Nachteile mit sich bringt.

### **Liquidationsdauer**

Da es sich bei den investierten Positionen von ABSI um Hedge Funds mit u.a. nicht liquiden Vermögenswerten handelt, sind teilweise längere Fristen für die Rückzahlung der Funds-Positionen vertraglich vorgesehen. Das Management erwartet deshalb eine Dauer bis zur endgültigen Liquidation von rund 3 bis 4 Jahren. Neben den Kosten für die eigentliche Liquidation des Unternehmens fallen somit auch noch Betriebskosten bis zum Verkauf der letzten Beteiligung an. Diese Kosten wirken sich negativ auf den Netto-Liquidationserlös aus und würden somit einen impliziten Abschlag auf den aktuell bestehenden NAV vergrössern.

Zudem besteht aufgrund der teilweise langen Dauer bis zur endgültigen Rückzahlung der Hedge Funds auch ein Risiko hinsichtlich des erzielbaren Betrages, da die NAV der Hedge Funds während dieser Zeit Wertschwankungen unterliegen.

Die Liquidation birgt steuerliche Nachteile sowie ein Risiko bezüglich des zu realisierenden NAV.

Zusammenfassend gilt es festzuhalten, dass eine Liquidation von ABSI im Vergleich zu einer Annahme des Übernahmeangebots steuerliche Nachteile für private Aktionäre mit sich bringt. Zudem besteht aufgrund der langen Liquidationsdauer ein gewisses Kurs- bzw. NAV-Risiko hinsichtlich des erzielbaren Werts. Es kann deshalb nicht davon ausgegangen werden, dass eine Liquidation von ABSI gegenüber einer Annahme des Angebots von Alpine einen Mehrwert für die verbleibenden Aktionäre generiert. Dies wäre im Einzelfall abzuklären.

Diese Einschätzung wird auch durch den Umstand bestätigt, dass der Rückgang der Anzahl kotierter Beteiligungsgesellschaften seit 2004 primär aufgrund von Verkäufen oder ähnlichen Transaktionen und nicht durch Liquidationen bedingt war bzw. ist.<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> Dies zeigt sich beispielsweise bei folgenden Investmentgesellschaften, bei welchen im Rahmen von Transaktionen, Überführungen in Funds und Fusionen der Verwaltungsrat ein entsprechendes Vorhaben unterstützte oder aber zumindest eine Liquidation nicht als vorteilhafter einschätzte und die schliesslich



## Folgerungen

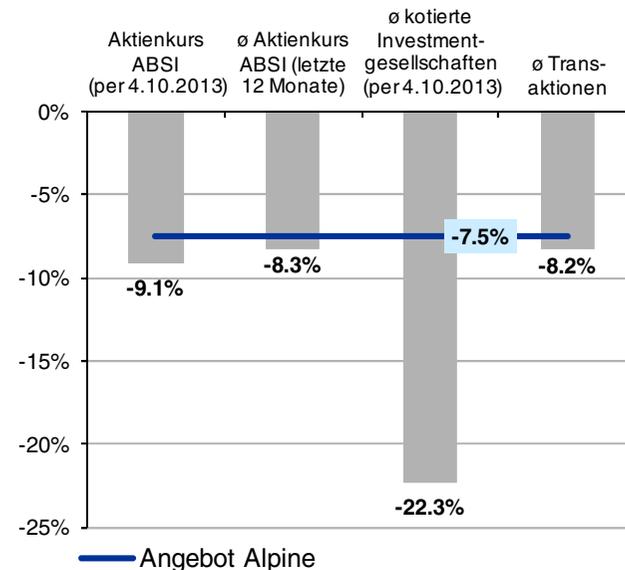
- Die zukünftige Entwicklung des Abschlags zum NAV der ABSI-Aktien kann nicht mit Sicherheit prognostiziert werden.
- Es kann heute nicht davon ausgegangen werden, dass sich der Abschlag über die Zeit verringern wird. So war der Abschlag auf den NAV für die Aktien der ABSI über den Zeitraum der letzten sechs Monate zumeist grösser als der von Alpine im Rahmen der Transaktion vorgesehene.
- Die geringe Liquidität der ABSI-Aktie sowie die in Aussicht gestellte Dekotierung der Aktie können zudem bei einem allfälligen grossen Verkaufsvolumen zu einem Abgabedruck führen. Ein Halten bzw. ein späterer Verkauf der ABSI-Aktien über die Börse erscheint deshalb als unattraktive Alternative.
- Zudem wird durch die Ausschüttung der Dividende der Anteil an nicht liquiden Positionen im Portfolio erhöht. Dementsprechend ist eine Erhöhung des NAV-Discounts bei ABSI wahrscheinlich.
- Die steuerlichen Konsequenzen einer Liquidation sind im Detail individuell zu eruieren. Grundsätzlich kann jedoch festgehalten werden, dass in der Schweiz steuerpflichtige Privataktionäre bei einer Liquidation steuerliche Nachteile erfahren.

---

von der Börse genommen wurden oder heute lediglich mit geringem Free Float and der SIX gehandelt werden. So beispielsweise in den Fällen von: Pelham Investments SA (2004), ZKB Pharma Vision AG (2004), ZKB Finanz Vision AG (2004), ZKB Axxess Vision AG (2004), EIC Electricity AG (2005), Swiss Small Cap Invest AG (2005 bzw. laufend bis 2011), Absolute Managers AG (2005), Acorn Alternative Investments AG (2006), Absolute Europe AG (2006), Micro Value (2008), Growth Value Opportunities AG (2008), BB Medtech AG (2009), Athris Holding AG (2009), Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA (2009), Creinvest AG (2009), Absolute Private Equity AG (2011). Im Gegensatz dazu ist die Anzahl Liquidationsfälle geringer. Beispiele dafür sind Prime New Energy AG im Jahr 2005 und Mach Hitech AG im Jahr 2010. Bei Mach Hitech AG handelte es sich um eine Investmentgesellschaft, deren Aktiven zu diesem Zeitpunkt grossmehrheitlich aus Cash und sehr liquiden Anlagen bestanden und die über eine sehr geringe Börsenkapitalisierung verfügte. Im Fall der Prime New Energy AG waren die Aktionäre primär institutionell und der zu versteuernde Liquidationserlös aufgrund eines vergleichsweise hohen Nennwerts gering. Zwei weitere Liquidationen waren in jüngster Vergangenheit beobachtbar, jedoch auf spezifische, im vorliegenden Kontext nicht relevante Ursachen zurückzuführen. Im Fall der Liquidation der Sustainable Performance Group AG im Jahr 2011 wurde diese lediglich zur Überführung der Investmentgesellschaft in einen Anlagefonds (Globalance Sokrates Fund) in der Form einer SICAV (société d'investissement à capital variable) vorgenommen. Global Natural Resources Holding AG wurde zudem im Jahr 2011 konkursbedingt liquidiert bzw. dekotiert.

## 6 Schlussfolgerungen

### Gegenüberstellung des impliziten NAV-Abschlages



Quelle: IFBC.

Basierend auf den oben beschriebenen Analysen, daraus abgeleiteten Wertüberlegungen und unter Auswertung und Beurteilung aller zur Verfügung gestellten Informationen gelangt IFBC zu folgender Einschätzung:

- Der NAV pro ABSI-Aktie vor Berücksichtigung der Dividende liegt per 4. Oktober 2013 bei USD 30.80. Das Angebot von Alpine von USD 28.50 pro ABSI-Aktie liegt somit 7.5% unterhalb des NAV per 4. Oktober 2013.
- Die Aktie von ABSI wurde in den letzten 6 Monaten meistens mit einem vergleichsweise höheren Abschlag zum NAV gehandelt.
- Der implizite NAV-Abschlag von 7.5% liegt deutlich unterhalb der beobachtbaren NAV-Discounts vergleichbarer kotierter Investmentgesellschaften, jedoch im Rahmen der Abschläge bei vergleichbaren Transaktionen mit Barangebot.
- Die Prämie des Angebots auf den Preis der zuletzt gehandelten ABSI-Aktie von 1.8% liegt in der Bandbreite der beobachteten Prämien vergleichbarer Transaktionen.
- Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass mit dem Verkauf der ABSI-Aktie während der Angebotsfrist über die Börse bzw. dem Halten der Aktie über die Angebotsfrist hinaus im Vergleich zum Barangebot ein höherer Nettoerlös erzielt werden kann.
- Die Liquidation von ABSI würde aufgrund von zu berücksichtigenden Kündigungsfristen bei Hedge Funds-Positionen bis zu 4 Jahre dauern. Diese Alternative beinhaltet somit neben steuerlichen Nachteilen<sup>22</sup> auch ein Realisierungsrisiko bezüglich des aktuellen NAV.

<sup>22</sup> Dieses Gutachten macht nur allgemeine Aussagen zu den steuerlichen Gesichtspunkten. Die Auswirkung der Annahme des Angebots auf die individuelle steuerliche Situation jedes Aktionärs sollten jedoch sämtliche Aktionäre überprüfen bzw. überprüfen lassen.

IFBC beurteilt das Angebot von Alpine aus finanzieller Sicht als angemessen und fair.

Aufgrund unserer Analysen und Wertüberlegungen und der darauf folgend präsentierten Ergebnisse beurteilt IFBC das Angebot von Alpine an die Aktionäre von ABSI aus finanzieller Sicht als angemessen und fair.

Zürich, 10. Oktober 2013



Prof. Dr. Rudolf Volkart  
Senior Partner



Dr. Thomas Vettiger  
Managing Partner

## 7 Anhang

### 7.1 Anhang I: Peer Group kotierter Investmentgesellschaften

Name	Net Asset Value (per 30.06.2013 in USD Mio.)	Portfoliostrategie	Liquide finanzielle Anlagen (per 31.12.2012, Level 1 gemäss IFRS)	Nicht liquide finanzielle Anlagen (per 31.12.2012, Level 2 & 3 gemäss IFRS)
Castle Alternative Invest AG	236.2	Castle ist eine schweizerische Investmentgesellschaft. Sie verfolgt eine weltweit diversifizierte Investitionsstrategie, die sich primär auf Hedge Funds fokussiert. Die strategische Allokation sieht eine Gleichgewichtung ihrer vier wesentlichen Hedge Fund-Strategien vor: long/short, relative value, event driven and Macro/CTA.	0.0%	100.0%
Altin AG	248.7	Altin ist eine schweizerische Investmentgesellschaft. Sie investiert über unterschiedliche Fund Manager hauptsächlich in Hedge Funds. Das Portfolio ist breit diversifiziert und verfolgt unterschiedliche Hedge Fund-Strategien.	0.0%	100.0%

Quelle: Bloomberg, diverse.

## 7.2 Anhang II: Vergleichbare Transaktionen

Name Zielgesellschaft	Name Käufergesellschaft	Jahr	Portfoliostrategie
Absolute Invest AG (alt)	Absolute US AG	2003	Absolute Invest AG (alt) war eine schweizerische Investmentgesellschaft. Sie investierte in breit abgestützte Anlagen im Bereich der alternativen Anlagen (Hedge Funds). Das Portfolio galt als breit diversifiziert.
Absolute Managers AG	Absolute Private Equity AG	2005	Absolute Managers AG war eine schweizerische Investmentgesellschaft. Ihr Anlageziel war ein breit diversifiziertes Portfolio aus Seed Hedge Funds.
Acorn Alternative Strategies AG	Sarabet AG	2006	Acorn Alternative Strategies AG ist eine schweizerische Investmentgesellschaft. Sie investierte in Hedge Funds und verfolgt einen diversifizierte Anlagestrategie.
Absolute Europe AG	Absolute Invest AG (alt)	2006	Absolute Europe AG verfolgte eine Absolute Return-Strategie. Hierzu investierte sie in Hedge Funds, welche sich in europäischen Werten engagierten.

Quelle: Bloomberg, diverse.

### 7.3 Anhang III: Abkürzungsverzeichnis

ABSI	Absolute Invest AG (Zielgesellschaft von Alpine)
Absolute Europe	Absolute Europe AG
Absolute Invest	Absolute Invest AG (Zielgesellschaft von Alpine)
Absolute Invest (alt)	Absolute Invest AG, welche im Jahr 2003 durch die Absolute US AG übernommen wurde
Absolute Investment Services	Absolute Investment Services AG
Absolute Managers	Absolute Managers AG
Absolutissimo	Absolutissimo Ltd.
Abs.	Absatz
Acorn	Acorn Alternative Strategies AG
AG	Aktiengesellschaft
Alpine	Alpine Select AG
Altin	Altin AG
Art.	Artikel
a.o. GV	ausserordentliche Generalversammlung
BEHG	Börsengesetz
bzw.	beziehungsweise
Carry	Carry Ltd.
Castle	Castle Alternative Invest AG
Citco Fund Services	Citco Fund Services (Curaçao) N.V.
Citco Global Custody	Citco Global Custody (N.A.) N.V.
Credit Suisse	Credit Suisse AG

CTA	Commodity Trading Advisors (Hedge Fund-Strategie)
DBA	Doppelbesteuerungsabkommen
FusG	Fusionsgesetz
gem.	gemäss
IFBC	IFBC AG
IFRS	International Financial Reporting Standards
JAAM	JAAM AG
Julius Bär	Julius Bär & Co. AG
KPMG	KPMG AG, Abteilung Revision
Ltd.	Limited
Mio.	Millionen
NAV	Net Asset Value
Nr.	Nummer
OR	Obligationenrecht
RLD	Richtlinie Dekotierung der SIX
SIX	SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index
u.a.	unter anderem
UEK	Übernahmekommission
UEV	Übernahmeverordnung
vgl.	vergleiche

**IFBC**

CREATING ENTERPRISE VALUE

Riedtlistrasse 19 · CH 8006 Zürich  
Tel. +41.43.255 14 55 · Fax: +41.43.255 14 50  
info@ifbc.ch · www.ifbc.ch