

Fairness Opinion

Absolute Invest SA

Évaluation de l'adéquation financière de l'offre publique d'achat d'Alpine Select SA
relative à Absolute Invest SA

Zurich, 10 octobre 2013

Table des matières

1	Introduction.....	3
1.1	Contexte	3
1.2	Mandat.....	4
1.3	Structure du rapport	5
1.4	Données de référence.....	5
2	Structure de la transaction.....	7
3	Profil d'entreprise et calcul de la NAV d'Absolute Invest.....	9
3.1	Profil d'entreprise d'Absolute Invest	9
3.2	Calcul de la Net Asset Value au 4 octobre 2013.....	10
3.3	Autres aspects pertinents pour l'évaluation	13
3.4	Analyse du cours de l'action et de la décote par rapport à la NAV.....	14
4	Analyse des décotes par rapport à la NAV d'entreprises et de transactions comparables	16
4.1	Décotes par rapport à la NAV dans le cas de sociétés de participation comparables.....	16
4.2	Décotes par rapport à la NAV dans des transactions comparables.....	20
4.3	Primes payées par rapport au cours des actions dans des transactions comparables.....	21
4.4	Décotes dans le cadre d'autres transactions impliquant Alpine en qualité d'offrant.....	22
5	Évaluation d'alternatives pour les actionnaires d'Absolute Invest	24
5.1	Vente d'actions en bourse	24
5.2	Rejet de l'offre en espèces (dans l'espoir d'une diminution de la décote).....	24
5.3	Scénario de liquidation.....	26
6	Conclusions.....	30
7	Annexes	32
7.1	Annexe I: "Peer Group" de sociétés d'investissement cotées.....	32
7.2	Annexe II: Transactions comparables	33
7.3	Annexe III: Table des abréviations.....	34

1 Introduction

1.1 Contexte

Absolute Invest et Alpine sont des sociétés de participation cotées à SIX Swiss Exchange.

Absolute Invest SA ("Absolute Invest", "ABSI") est une société de participation cotée à SIX Swiss Exchange ("SIX") dont le siège est à Zoug. Son but est de réaliser des rendements constants (Absolute Returns) grâce à un portefeuille internationalement diversifié. Elle se concentre en particulier sur les placements dans des Hedge Funds non cotés.

Au début de l'année 2012, ABSI a mené des premières tractations relatives à une fusion avec Alpine Select SA ("Alpine"), une société de participation également cotée à SIX et actionnaire majoritaire d'ABSI. Les discussions relatives à une fusion ont cependant été interrompues en septembre 2012, sans résultat.

Jusqu'au milieu de l'année 2013, Alpine a augmenté sa participation dans ABSI à 50%. En prenant en compte les participations de personnes agissant de concours avec Alpine, celle-ci détient au 9 octobre 2013 58.81% des actions en circulation et occupe ainsi une position dominante à l'égard d'ABSI. En vertu de la clause d'Opting-out qui figure dans les statuts d'ABSI, Alpine n'était cependant pas tenue de soumettre une offre publique d'achat.

Alpine prévoit une reprise intégrale d'ABSI.

Alpine a malgré tout annoncé son intention de reprendre intégralement ABSI le 14 août 2013. Il est envisagé de soumettre une offre publique d'achat aux actionnaires le 11 octobre 2013. Le prix de l'offre de USD 28.50 par titre ABSI a été fixé avant que ne soit pris en compte le versement prévu d'un dividende de USD 9.50 par action ABSI. L'offre d'achat est fondée sur la décote historique de l'action ABSI par rapport à sa valeur nette d'inventaire ("Net Asset Value", "NAV").

La présente Fairness Opinion visant à évaluer le prix de l'offre a été établie à l'intention du membre indépendant du Conseil d'administration d'ABSI.

1.2 Mandat

La présente Fairness Opinion évalue l'adéquation financière de l'offre publique d'achat au moment de l'annonce préalable.

IFBC est un Corporate Finance Advisor indépendant et il est particulièrement qualifié pour établir une Fairness Opinion.

IFBC SA ("IFBC") a été mandatée le 9 septembre 2013 par le membre indépendant du Conseil d'administration d'ABSI pour procéder à une expertise sur l'adéquation financière de l'offre publique d'achat ("Fairness Opinion") d'Alpine au moment de l'annonce préalable.

Le destinataire de la Fairness Opinion est exclusivement le membre indépendant du Conseil d'administration d'ABSI, qui se référera à la Fairness Opinion dans le cadre de sa prise de position sur l'évaluation de l'offre. La Fairness Opinion peut être intégralement publiée et transmise aux personnes intéressées. Il peut également y être fait référence dans le prospectus de l'offre du 11 octobre 2013.

Une utilisation de la Fairness Opinion pour un autre but que l'évaluation de l'adéquation financière de l'offre est exclue. En particulier, la Fairness Opinion ne constitue pas une recommandation aux actionnaires du public d'accepter ou de refuser l'offre.

IFBC a établi cette Fairness Opinion en qualité de Corporate Finance Advisor indépendant et est rémunérée par des honoraires conformes au marché. IFBC ne reçoit aucune rémunération qui dépende des déclarations effectuées dans le rapport ou du succès de la transaction. IFBC confirme qu'en sa qualité d'évaluateur, elle est particulièrement qualifiée pour établir une Fairness Opinion au sens de l'art. 30 al. 6 OOPA et qu'elle est indépendante de la société visée et des personnes agissant de concert avec elle.

En établissant la Fairness Opinion, IFBC a présumé que les informations fournies par ABSI étaient exactes et complètes. Le Management d'ABSI nous a confirmé qu'il n'avait connaissance d'aucun fait ni d'aucune circonstance qui laisserait penser que les informations mises à disposition seraient trompeuses, inexactes ou incomplètes. Notre responsabilité se limite à l'évaluation et au contrôle de vraisemblance diligents et professionnels des informations mises à disposition (cf. chapitre 1.4 et chapitre 3.2) et des calculs.

La présente Fairness Opinion a été conclue le 10 octobre 2013. La date de l'évaluation est le 4 octobre 2013.

Cette Fairness Opinion existe également en allemand.

1.3 Structure du rapport

La présente évaluation de l'adéquation financière de l'offre d'Alpine soumise aux actionnaires restants d'ABSI se fonde sur les propres conclusions d'IFBC. Les bases – qui figurent ci-dessous – de nos conclusions sont décrites plus précisément dans le présent rapport:

- Calcul de la NAV à la date d'évaluation, sur la base notamment des données relatives à la NAV pour les positions non cotées du portefeuille fournies par le Investment Manager de placements respectifs.
- Analyse des décotes par rapport à la NAV de sociétés de participation cotées et transactions comparables.
- Evaluation des mesures alternatives que pourraient prendre les actionnaires d'ABSI.

L'évaluation de l'adéquation financière de l'offre d'Alpine aux actionnaires ABSI est effectuée sans prendre en compte les aspects fiscaux individuels et autres. Par conséquent, seules des réflexions générales sur l'adéquation financière de l'offre valables pour tous les actionnaires du public sont possibles dans le cadre de cette Fairness Opinion.

1.4 Données de référence

Notre évaluation est basée sur l'analyse des sources suivantes:

- Annonce préalable de l'offre publique d'acquisition du 9 octobre 2013
- Projet de prospectus de l'offre du 7 octobre 2013

- Rapport annuel 2012 d'ABSI révisé
- Comptes semestriels 2013 d'ABSI révisés
- Détails sur le calcul de la NAV d'ABSI au 30 septembre 2013, publié le 4 octobre 2013
- Extraits des dépôts d'Absolutissimo Ltd., Carry Ltd. et d'Absolute Invest SA au 30 septembre 2013¹
- Informations sur les liquidités et les créances d'Absolutissimo Ltd., de Carry Ltd. et d'Absolute Invest SA au 30 octobre 2013, ajustées au 4 octobre 2013
- Ruling fiscal avec l'Administration fédérale des contributions et l'administration fiscale du Canton de Zoug du 3 octobre 2013 et du 4 octobre 2013, respectivement
- Procès-verbaux des réunions du Conseil d'administration à compter de juin 2011
- Investment Guidelines d'ABSI du 1 décembre 2012
- Statuts d'ABSI du 19 novembre 2012
- Extrait du Registre du commerce concernant ABSI du 4 octobre 2013
- Rapports de révision à l'intention du Conseil d'administration datés du 24 avril 2012 et du 19 avril 2013
- Cours de l'action ajustée au dividende et évolution de la NAV d'ABSI selon son site internet
- Données financières et des marchés des capitaux d'une sélection de sociétés d'investissement cotées en Suisse (source: Bloomberg)
- Données relatives à une sélection de transactions basées sur les informations disponibles au public
- Autres informations publiquement accessibles

De plus, des discussions ont eu lieu avec les personnes suivantes:

- M. Hans Rudolf Zehnder, Président du Conseil d'administration et administrateur indépendant d'ABSI
- M. Markus Muraro, Chief Operating Officer d'ABSI
- M. Christoph Gröbli, KPMG, réviseur responsable d'ABSI

¹ Absolutissimo Ltd. et Carry Ltd. sont des filiales d'ABSI, cf. paragraphe 3.1.

2 Structure de la transaction

Calendrier prévu de l'offre

4 octobre 2013	Date d'évaluation	
9 octobre 2013	Annonce préalable	
11 octobre 2013	Publication du prospectus de l'offre	
21 octobre 2013	AG extraordinaire ABSI	
23 octobre 2013	Date ex-dividende ABSI	
28 octobre 2013		Durée de l'offre
8 novembre 2013		
15 novembre 2013		Délai de grâce
28 novembre 2013		
9 décembre 2013	Exécution de l'offre	

Selon l'annonce préalable du 9 octobre 2013, Alpine soumettra le 11 octobre 2013 une offre publique de USD 28.50 par titre pour toutes les actions au porteur en circulation ("actions") d'ABSI.

Cette offre ne prend pas en compte un futur versement de dividendes; en particulier, elle ne prend pas en compte le versement d'un dividende de USD 9.50 par action sur lequel il sera voté lors de l'assemblée générale extraordinaire ("AG extraordinaire") du 21 octobre 2013. En raison de la position dominante d'Alpine, l'on peut présumer que l'AG extraordinaire approuvera le versement de dividendes.² Par conséquent, Alpine offre USD 19.00 par action ABSI après le versement des dividendes.³

L'offre, dont la durée sera vraisemblablement de 10 jours, sera ouverte du 28 octobre 2013 au 8 novembre 2013. Alpine se réserve le droit de prolonger la durée de l'offre.

Si l'offre devait aboutir, un délai de grâce de 10 jours de bourse est prévu. L'offre d'achat sera exécutée le 9 décembre 2013, sous réserve d'une prolongation de la durée de l'offre.

Les actionnaires qui ont déposé leurs titres ABSI auprès d'une banque en Suisse ne doivent pas payer de frais en relation avec l'acceptation de l'offre. D'éventuels droits de négociation fédéraux seront pris en charge par Alpine.

² Il est cependant possible que le versement de dividendes soit contesté par des actionnaires minoritaires. Par conséquent, le versement du dividende pourrait être retardé jusqu'à après la date d'exécution de l'offre.

³ Dans le cadre de la présente Fairness Opinion, le prix de l'offre est évalué au moment de l'annonce préalable et avant le versement du dividende. Une évaluation de l'offre après versement du dividende ne présente pas d'intérêt puisque (a) au moment de la rédaction du présent document, le montant de la NAV après versement du dividende ou au moment de l'exécution de l'offre et (b) la qualité du portefeuille (composé de positions liquides et non liquides) et le montant de la décote sur la NAV qui en découle ne sont pas connus. Par ailleurs, (c) le cours de l'action au moment de l'exécution est influencé par l'offre existante. Enfin, (d) le versement du dividende avant l'exécution de l'offre est certes vraisemblable, mais non certain.

Selon l'évaluation fiscale de l'offre en espèces effectuée par l'Administration fédérale des contributions le 3 octobre 2013 et par l'administration fiscale du Canton de Zoug le 7 octobre 2013 ("Ruling fiscal"), la transaction ne présente pas de désavantage fiscal pour les investisseurs privés soumis à l'impôt en Suisse qui acceptent l'offre. Le principe de la valeur comptable s'applique aux investisseurs suisses qui détiennent les actions ABSI dans leur patrimoine commercial. Un éventuel gain en capital est ainsi soumis à l'impôt sur le revenu ou sur le bénéfice.

3 Profil d'entreprise et calcul de la NAV d'Absolute Invest

3.1 Profil d'entreprise d'Absolute Invest

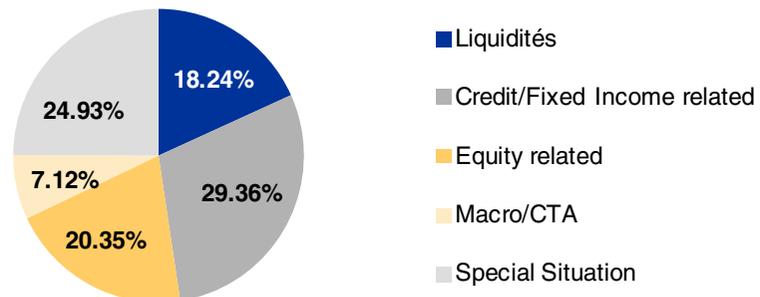
Absolute Invest est une société de participation selon le droit suisse. Elle investit en qualité de Fund-of-Funds dans placements alternatifs.

ABSI est une société d'investissement suisse dont le siège est à Zoug. Fondée en 1993, elle a été cotée à SIX le 22 janvier 2001 sous le nom d'Absolute US SA. Après qu'Absolute US SA a acquis Absolute Invest SA en 2003 ("Absolute Invest (ancienne)") et que celle-ci a à son tour acquis Absolute Europe SA en 2005, sa raison sociale a été modifiée en Absolute Invest SA ("ABSI", Absolute Invest) en 2007. L'action est cotée en USD. Par conséquent, la NAV est également exprimée en USD.

En qualité de "Fund-of-Funds", ABSI investit principalement dans un portefeuille international diversifié. Elle se concentre ainsi en particulier sur des Hedge Funds non liquides, spécialisés et en développement. Au 4 octobre 2013, le portefeuille était composé de 29 Hedge Funds non cotés et d'autres placements collectifs alternatifs. De plus, ABSI possède des parts dans trois sociétés de participation non cotées.

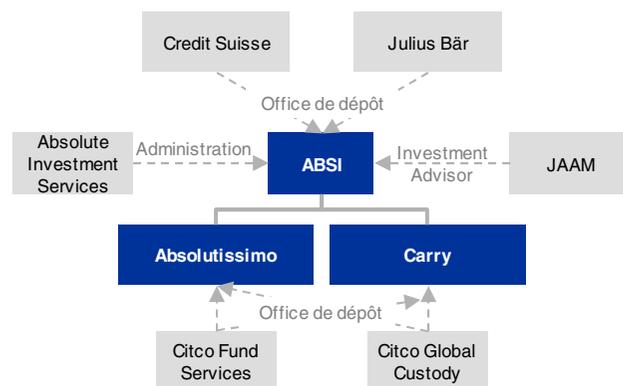
Le portefeuille d'ABSI peut être divisé en secteurs, comme présenté ci-dessous.

Composition du portefeuille au 30 septembre 2013



Source: ABSI Monthly Report September 2013.

Organigramme d'Absolute Invest



Source: ABSI

ABSI possède deux filiales aux Iles Cayman (Absolutissimo Ltd. et Carry Ltd.), qui sont intégralement⁴ détenues par ABSI. Ces filiales détiennent une grande part du portefeuille. Les sociétés Citco Fund Services (Curaçao) N.V. et Citco Global Custody (N.A.) N.V. agissent en qualité de gestionnaire de fonds (Fund Administrator), respectivement d'office de dépôt des filiales. Les offices de dépôt des placements détenus directement par ABSI sont Credit Suisse SA, Zoug, et Banque Julius Baer & Cie SA, Zurich.

JAAM SA agit en qualité d'Investment Advisor. Sa filiale à 100%, Absolute Investment Services SA, met à disposition d'ABSI ses services de gestion administrative, comme par exemple le calcul des NAV, la rédaction des rapports annuels et semestriels ainsi que des services de communication avec les investisseurs.

3.2 Calcul de la Net Asset Value au 4 octobre 2013

Le renvoi à la NAV dans le cadre de l'évaluation de sociétés de participation est considéré comme la "best practice".

Calcul de la Net Asset Value ("NAV")

La NAV est habituellement utilisée comme base d'évaluation d'une société de participation. Elle correspond à la différence entre la valeur des actifs et des dettes de la société.

Absolute Investment Services SA calcule et publie chaque semaine, le vendredi, la NAV telle qu'elle était à la fin de la semaine précédente. Puisque c'était la fin du mois, c'est cependant la NAV au 30 septembre 2013 qui a été publiée le 4 octobre 2013. La méthode de calcul ne diverge pas du calcul de la Fair Value de la NAV au 31 décembre 2012 et au 30 juin 2013, qui a été calculée selon les IFRS et révisée par KPMG.

⁴ Une autre filiale à 100% d'ABSI, Usissimo Ltd., est actuellement en liquidation.

La méthode appliquée par ABSI pour le calcul de la NAV correspond au standard de la branche. Les références utilisées sont correctement prises en compte lors du calcul hebdomadaire de la NAV.

Notre évaluation de la NAV au 4 octobre 2013 est basée sur la méthode de calcul de la NAV d'ABSI.

Calcul de la NAV au 4 octobre 2013

in USD	
Liquidités	7'681'972
Forwards	42'562
Dépôts à vue	27'500'000
Créances et autres actifs circulants	283'013
Placements cotés	-
Placements non cotés	149'569'012
Total actifs	185'076'558
Engagements et passifs transitoires	-417'461
Net Asset Value	184'659'098

Source: ABSI et IFBC.

IFBC a évalué la procédure d'estimation d'ABSI pour la détermination de la NAV. Il peut ainsi être constaté que l'approche choisie correspond au standard de la branche. De plus aucune divergence entre les chiffres des NAV des Hedge Funds selon les gestionnaires de fonds (Fund Administrators) et les chiffres des NAV utilisés par ABSI n'a été constatée.

Le calcul de la NAV effectué dans le cadre de la présente Fairness Opinion est basé par conséquent sur la méthode de calcul d'ABSI. Selon les différentes classes de placements, les bases d'évaluation suivantes ont été utilisées:

- *Liquidités*: Selon les données fournies par les gestionnaires de fonds (Fund Administrators) au 30 septembre 2013, plus le produit net de la vente des titres cotés entre le 30 septembre 2013 et le 4 octobre 2013.
- *Forwards et dépôts à vue*: Selon les données fournies par les gestionnaires de fonds (Fund Administrators) au 30 septembre 2013.
- *Créances et autres actifs circulants*: En raison de leur valeur peu élevée par rapport à la valeur du portefeuille, les données fournies par ABSI au 30 septembre 2013 ont été reprises sans vérification.
- *Placements dans des sociétés de participation cotées*: Entre le 30 septembre 2013 et le 4 octobre 2013, toutes les actions de sociétés de participation cotées ont été vendues.
- *Placements dans des Hedge Funds non cotés*: NAV selon les données fournies par le gestionnaire de fonds (Fund Administrator)/office de dépôt responsable au 30 septembre 2013. Celles-ci se basent sur les données fournies par l'Investment Manager du fonds respectif qui publie généralement les chiffres de la NAV une fois par mois⁵. Selon le Management d'ABSI, aucun événement significatif ayant un impact sur l'évaluation n'est survenu entre le moment du calcul de la NAV des Hedge Funds individuels et la date de référence de la présente Fairness Opinion. Ainsi, nous considérons que le calcul précité constitue, conformément à la pratique actuelle, la meilleure évaluation des NAV les plus récentes de placements non cotés. D'autres déductions comme d'éventuelles commissions de rachat ne sont pas prises en compte.

⁵ La NAV du fonds Balkan Tiger est publiée quotidiennement. Par conséquent, la NAV à la date d'évaluation a été prise en compte pour ce fonds.

- *Placements dans des sociétés de participation non cotées:* NAV selon comptes semestriels au 30 juin 2013. En raison de la valeur peu élevée de ces participations (Total < USD 500'000) nous renonçons à effectuer une nouvelle évaluation.
- *Engagements et passifs transitoires:* En raison de leur valeur peu élevée par rapport à la valeur du portefeuille, les données au 30 septembre 2013 fournies par ABSI ont été reprises sans vérification.

Les positions du portefeuille dont la monnaie de référence est autre que l'USD sont converties en USD au cours de la date de l'évaluation.

6.0 millions d'actions d'ABSI sont actuellement en circulation.

Nombre d'actions en circulation

Selon l'extrait du Registre du commerce, ABSI possède actuellement un capital de CHF 599'555.20 divisé en 5'995'552 actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 0.10. Selon le rapport semestriel, il n'y a pas d'options de collaborateurs ni d'autres instruments en circulation susceptibles de diluer le nombre d'actions. Selon les déclarations du Management, la société ne détient pas non plus d'actions propres pour l'heure. Le nombre d'actions en circulation déterminant pour le calcul de la NAV s'élève ainsi à 5'995'552.

La NAV par action s'élève à USD 30.80 au 4 octobre 2013.

Calcul de la NAV par action

Sur la base d'une NAV d'ABSI de USD 184'659'098 au 4 octobre 2013 et du nombre d'actions en circulation de 5'995'552, il en résulte une NAV par action en circulation de USD 30.80, sans prendre en compte un dividende de USD 9.50 par action. Cette valeur est très légèrement au-dessus de la valeur de USD 30.78 publiée au 30 septembre 2013. La différence peut s'expliquer par une fluctuation des cours de change et des différences entre la valeur des placements cotés au 30 septembre 2013 et le produit net de la vente de ces titres.

Sur la base du prix de l'offre, la décote implicite par rapport à la NAV est de 7.5% au 4 octobre 2013.

On peut ainsi déduire du prix offert de USD 28.50 par action ABSI une décote implicite par rapport à la NAV de USD 2.30, ou de 7.5% au 4 octobre 2013.

3.3 Autres aspects pertinents pour l'évaluation

Le report de perte de USD 33.6 millions au 31 décembre 2012 ne peut pas être réalisé pour sa plus grande partie, selon l'estimation actuelle du Management.

Reports de perte

Selon le rapport annuel 2012, ABSI a présenté fin 2012 un report de perte de USD 33.6 millions. Le Management s'attendait toutefois à ce que seule une petite partie de celui-ci (USD 235'000) puisse effectivement être compensée avec des bénéfices futurs pour obtenir une réduction d'impôts. Sur la base du taux d'imposition actuel de 7.83% applicable à ABSI, une prétention fiscale différée de USD 18'000 a été inscrite au bilan au 31 décembre 2012.

Le Management d'ABSI estime que la vraisemblance que le report de perte puisse être réalisé demeure très faible. Pour cette raison, d'éventuelles prétentions fiscales différées ne sont pas prises en compte dans l'évaluation de la NAV d'ABSI.

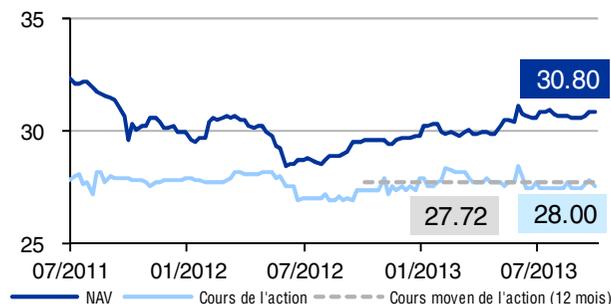
Versement de dividendes

Dans le communiqué de presse du 26 août 2013, ABSI a annoncé qu'un dividende par action de USD 9.50, soit un versement de dividendes total de USD 57.0 millions, serait proposé à l'assemblée générale extraordinaire du 21 octobre 2013. Il est prévu que le versement de dividendes soit débité des réserves générales constituées par l'apport de capitaux et ait ainsi lieu sans déduction de l'impôt anticipé. Le versement du dividende aux actionnaires est prévu pour le 28 octobre 2013. A la date ex-dividende (23 octobre 2013) la NAV par action, ainsi que, selon toute vraisemblance, le cours en bourse, sera réduit de USD 9.50.

Le prix de l'offre d'USD 28.50 au 4 octobre 2013, qui fait l'objet de la présente évaluation, ne prend pas en compte les versements de dividendes. Par conséquent, cette Fairness Opinion se réfère également à la valeur avant dividendes. Si des dividendes devaient être versés avant la date d'exécution, ceux-ci seraient déduits du prix de l'offre.

3.4 Analyse du cours de l'action et de la décote par rapport à la NAV

Cours de l'action et NAV d'ABSI ajustés aux dividendes (en USD)⁶



Source: ABSI.

Décote du cours de l'action par rapport à la NAV



Source: ABSI.

Les actions d'ABSI sont cotés à SIX depuis janvier 2001.

Depuis juillet 2011, le cours ajusté aux dividendes de l'action ABSI⁶ se situe dans une fourchette allant de USD 26.70 à USD 28.50. Au 4 octobre 2013, l'action est cotée à USD 28.00 (prix de la dernière action négociée). Cela correspond à une décote par rapport à la NAV de 9.1% au 4 octobre 2013. L'offre en espèces d'USD 28.50 se situe en revanche 1.8% au-dessus du cours de l'action actuel.

Le cours de l'action moyen des 12 derniers mois basé sur les cours de l'action hebdomadaires se situe, à raison d'une valeur de USD 27.72, seulement légèrement au-dessous du cours de l'action actuel. La moyenne sur 12 mois de la décote par rapport à la NAV, à savoir 8.3%, est également au-dessous de la décote actuelle de 9.1%. Ce fait reflète l'évolution de la décote au cours des derniers mois, qui a diminué au cours du premier semestre 2012 pour atteindre environ 3.0%, mais a cependant augmenté à nouveau de manière continue depuis lors, bien que, au cours de cette période, les interventions d'Alpine en qualité d'acquéreur des titres d'ABSI se soient multipliées.

Autres aspects qui doivent être pris en compte lors de l'évaluation du cours de l'action d'ABSI:

- *Liquidité de l'action:* Les titres ABSI doivent être considérés, du point de vue du droit des OPA, comme non liquides, en raison du petit volume des transactions⁷. Par conséquent, en cas d'offre obligatoire, le cours de l'action ABSI ne serait pas déterminant du point de vue de la règle du prix minimum.

⁶ A l'assemblée générale ordinaire du 29 mai 2013, le paiement d'un dividende de USD 10.00 par action a été approuvé et versé aux actionnaires au 31 mai 2013 (date ex-dividende). Les cours présentés ont été ajustés en fonction de ce dividende.

⁷ Un titre de participation d'une société qui ne fait pas partie du Swiss Leader Index ("SLI") est considéré comme liquide "si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0.04% de la fraction librement négociable du titre de participation (free float)." (cf. circulaire COPA n° 2 du 26 février 2010 sur la liquidité au sens du droit des OPA). Pour ABSI, la médiane en question n'a été égale ou supérieure à 0.04% que pendant 2 des 12 mois précédents.



Conclusions

- *Programmes de rachat d'actions:* Depuis 2007, ABSI a procédé à de nombreux programmes de rachat d'actions. Le Management a ainsi voulu réduire la décote existante entre la NAV et le cours de l'action. L'assemblée générale extraordinaire du 19 novembre 2012 a décidé de procéder à un autre programme de rachat portant sur un maximum de 10% du capital-actions existant. En raison d'irrégularités en relation avec l'acquisition d'un paquet d'actions et de la violation du principe de transparence au cours d'un programme de rachat précédent, la commission des OPA a autorisé le nouveau programme de rachat avec l'obligation d'appliquer un prix minimum par action ABSI de USD 37.50⁸. ABSI a alors renoncé à lancer ce programme de rachat.

- ABSI est un Fund-of-Funds, qui investit notamment dans des Hedge Funds non cotés.
- La méthode appliquée par ABSI pour calculer la NAV correspond au standard de la branche.
- Le calcul de la NAV au 4 octobre 2013 basé sur la méthode d'ABSI conduit à une valeur de USD 30.80 avant la prise en compte de versements de dividendes.
- Sur la base du prix par action offert de USD 28.50, avant versement de dividendes, la décote implicite par rapport à la NAV est de USD 2.30, ou de 7.5%.
- Cette décote (discount) se situe 1.6 points de pourcentage au-dessous de la décote par rapport à la NAV du cours actuel de l'action ainsi que 0.8 points de pourcentage au-dessous de la décote moyenne par rapport à la NAV sur les 12 derniers mois.

⁸ Cf. COPA: Décision 522/10, 4 janvier 2013; cette valeur se réfère au cours de l'action avant versement de dividende de USD 10.0 par action, au printemps 2013.

4 Analyse des décotes par rapport à la NAV d'entreprises et de transactions comparables

Une décote par rapport à la NAV peut être constatée tant dans le cas de sociétés d'investissement cotées en Suisse que dans le cas de transactions comparables.

On constate une décote du cours de l'action par rapport à la NAV pour un certain nombre de sociétés d'investissement négociées à SIX. Les causes de ce phénomène sont diverses.

La liquidité du portefeuille investi de la société de participation joue ici un rôle-clé. D'autres facteurs d'influence possibles sont le montant des commissions de gestion, la composition de l'actionnariat ou la stratégie d'investissement en tant que telle. La liquidité des actions des sociétés d'investissement examinées peut avoir dans chaque cas spécifique une influence sur la formation du prix et ainsi sur la décote par rapport à la valeur intrinsèque d'une action. Puisque l'action d'ABSI est considérée comme non liquide au sens de la circulaire COPA n° 2, les décotes de sociétés d'investissement cotées ou de transactions semblables sont analysées au paragraphe suivant pour évaluer l'adéquation financière de l'offre d'Alpine.

4.1 Décotes par rapport à la NAV dans le cas de sociétés de participation comparables

Le "Peer Group" est constitué de sociétés de participation qui se concentrent sur des investissements dans des Hedge Funds.

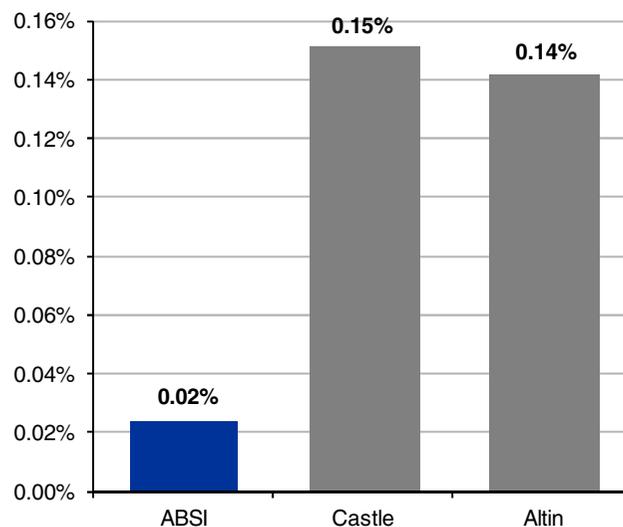
Les sociétés d'investissement qui se concentrent sur le Private Equity ou les investissements directs n'ont pas été prises en considération.

Définition du "Peer Group"

Pour la sélection de sociétés d'investissement comparables, ont été prises en considération, parmi toutes les sociétés d'investissement cotées à SIX, celles qui - à l'instar d'ABSI - investissent principalement dans des Hedge Funds non cotés. Il est ainsi assuré que la liquidité du portefeuille des entreprises du "Peer Group" soit comparable à celle d'ABSI. Par conséquent, les sociétés d'investissement qui se concentrent sur le Private Equity ou les investissements directs n'ont pas été prises en compte dans les analyses comparatives, car elles présentent des différences fondamentales dans leurs stratégies d'investissement.

En raison de la consolidation de la branche au cours des dernières années, le nombre de sociétés d'investissement en général et de sociétés de participation suisses avec une orientation Hedge Funds en particulier a baissé de manière significative au cours des années. En l'espèce, seules les sociétés Castle Alternative Invest SA ("Castle") et Altin SA ("Altin") ont pu être considérées comme comparables.

Moyenne de la médiane du volume des transactions des 12 derniers mois en % des actions négociables au 30 septembre 2013



Source: Bloomberg, SIX, IFBC.

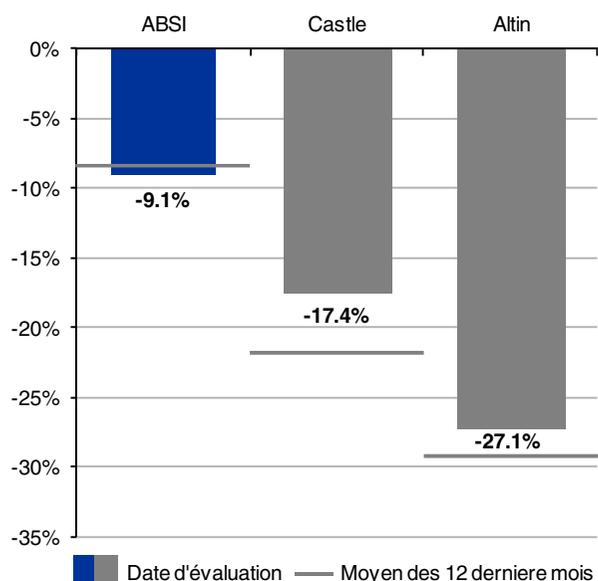
Analyse de la liquidité

Pour l'analyse de l'efficacité de la formation du prix et ainsi des décotes par rapport à la NAV à observer sur le marché des capitaux, la liquidité de l'action des entreprises à analyser doit être prise en considération. Ainsi, une liquidité trop basse dans le négoce d'actions peut conduire à des décotes disproportionnées par rapport à la valeur intrinsèque, selon la théorie et la pratique reconnues.

En l'espèce, il est renvoyé à la définition selon la circulaire COPA n° 2: "*Liquidité au sens du droit des OPA*" Tant Castle qu'Altin sont dans ce sens liquides à fin septembre 2013. Cela n'est en revanche pas le cas des actions d'ABSI.

Pour mieux comparer la liquidité des différentes sociétés, le graphique ci-contre présente la médiane moyenne du volume des transactions en % des actions négociables (sur une base quotidienne) des 12 derniers mois. Il s'avère ici également que les titres des sociétés d'investissement Castle et Altin présentent une liquidité moyenne sensiblement plus haute que celle d'ABSI.

Décotes sur la NAV actuelles par rapport au cours des actions de sociétés d'investissement cotées comparables⁹



Source: Bloomberg, informations publiquement accessibles relatives aux sociétés.

Analyse des décotes sur la NAV par rapport au cours des actions de sociétés comparables

Comme il ressort du graphique ci-contre, les valeurs moyennes des deux entreprises comparables sur les 12 derniers mois sont supérieures à la valeur actuelle à la date de référence. La situation d'ABSI est différente, puisque la décote à la date de référence est supérieure à la moyenne sur les 12 derniers mois.

Concrètement, la moyenne des décotes des sociétés comparables est de 22.3% à la date de référence. En revanche, la décote de l'action ABSI, de 9.1%, se situe bien en-deçà. La décote implicite de NAV de 7.5% qui peut être déduite de l'offre d'Alpine se situe ainsi également bien en-deçà de la valeur des entreprises comparables.

L'une des raisons principales expliquant les différences dans les décotes se trouve dans les différents modèles de frais (frais de gestion) des sociétés d'investissement examinées. ABSI présente ainsi des frais de gestion inférieurs aux deux sociétés comparables.¹⁰ Puisqu'une structure de coûts légère représente un facteur de succès important pour de telles sociétés d'investissement, la décote par rapport à la NAV inférieure d'ABSI peut en partie s'expliquer par les management fees plus modérés.

Par ailleurs, des différences importantes dans les décotes peuvent s'expliquer par la différence dans le placement des portefeuilles, la base d'investisseurs et les structures d'actionariat des sociétés analysées. Ainsi, ni Castle ni Altin ne disposent d'un actionnaire principal comparable à celui dont dispose ABSI.

Les décotes importantes des entreprises comparables peuvent par ailleurs s'expliquer par l'absence de remboursement de capital aux actionnaires. Alors que, depuis 2011, ABSI a procédé à plusieurs programmes de rachat d'actions et remboursements de capital

⁹ Remarque: Date de référence: 4 octobre 2013, moyenne annuelle entre le 5 octobre 2012 et le 4 octobre 2013, NAV et cours des actions en USD, référence: cours de clôture ou prix de la dernière action négociée.

¹⁰ ABSI: management fee: 0.65%; Castle: management fee: 1.5%, performance fee: 10%; Altin: management fee: 1.5%, performance fee: échelonné 0%, 5% et 10%; Source: Sites internet et rapports de gestion des entreprises respectives.

nominal et a versé des dividendes aux actionnaires, Altin en particulier a entièrement renoncé à de telles mesures au cours des dernières années. Le rachat d'actions propres par le biais de l'émission d'options de vente réalisé en septembre 2013 constitue le premier programme de rachat d'actions d'Altin depuis juillet 2010. Castle en revanche a procédé chaque année à un rachat d'actions depuis 2010 et présente malgré tout une décote par rapport à la NAV importante en comparaison de celle d'ABSI.

Par ailleurs, il est possible que la liquidité des titres de participation des sociétés d'investissement exerce une influence sur la formation du prix et ainsi sur la décote observée. Les analyses ci-dessus portant sur la liquidité des sociétés de participation cotées examinées ont démontré que celles-ci, contrairement à ABSI, doivent être considérées comme liquides au sens du droit des OPA. Or, cette circonstance laisserait plutôt à penser que la décote d'ABSI devrait être plus importante que celle des autres entreprises du "Peer Group".

Enfin, il s'agit d'examiner la taille d'ABSI et des entreprises qui lui sont comparables. La NAV d'ABSI, qui s'élève à USD 184.7 millions, n'est que légèrement inférieure à celle de Castle (USD 236.2 millions) et d'Altin (USD 248.7 millions).¹¹ Ce facteur ne permet donc pas non plus de déduire de cause directe pour les décotes supérieures des deux entreprises comparables.

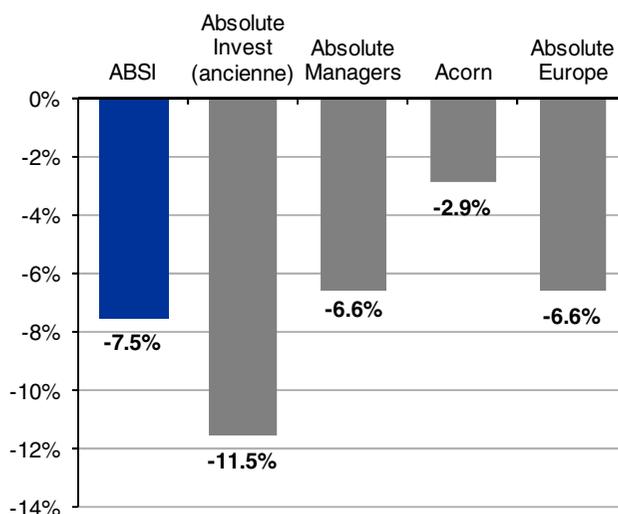
En résumé, l'on peut relever que la décote sur la NAV d'ABSI est bien inférieure à celle des entreprises cotées comparables examinées. Les décotes supérieures des entreprises comparables peuvent en partie s'expliquer par la différence dans les frais de gestion et l'absence de remboursements de capital ou de versements de dividendes.

D'autres aspects, comme par exemple la liquidité des actions, conduiraient plutôt à une décote supérieure d'ABSI par rapport à Castle ou à Altin.

¹¹ Au 30 juin 2013, sources: Rapports semestriels 2013 de Castle et d'Altin.

4.2 Décotes par rapport à la NAV dans des transactions comparables

Décotes par rapport à la NAV dans des transactions comparables¹²



Source: prospectus d'offre, Bloomberg, Fairness Opinions, informations publiquement accessibles.

La moyenne des décotes par rapport à la NAV dans des transactions comparables s'élève à 8.2%

¹² NAV – non vérifiée – publiée le jour précédant l'annonce préalable ou la dernière publication précédant cette date en cas d'offres en espèces. Dans le cas d'échanges d'actions, les NAV ont été reprises de la Fairness Opinion correspondante et des informations disponibles au public. L'offre relative à Absolute Invest SA (ancienne) correspond à l'offre en espèces.

¹³ Cf. les conditions en question dans le cadre d'Acorn (2006).

Un contrôle de plausibilité relatif à la décote sur la NAV peut aussi être effectué par référence à des transactions comparables. À cette fin, des offres publiques d'achat impliquant des sociétés d'investissement dont le portefeuille comprenait avant tout des placements dans des Hedge Funds ont été sélectionnées.

Pour les dernières années, les transactions comparables suivantes ont pu être identifiées:

Transactions comparables depuis 2003

Année	Société cible	Acheteur	Type de transaction
2003	Absolute Invest SA (ancienne)	Absolute US SA	Paiement en liquide et échange d'actions
2005	Absolute Managers SA	Absolute Private Equity SA	Paiement en liquide
2006	Acorn Alternative Strategies SA	Sarabet SA	Échange d'actions
2006	Absolute Europe SA	Absolute Invest SA (ancienne)	Paiement en liquide

Source: différentes Fairness Opinions, informations publiquement accessibles.

En examinant le graphique ci-contre, l'on remarque en particulier la décote sur la NAV inférieure d'Acorn. La faible décote de 2.9% s'explique notamment par des délais de résiliation et des commissions de liquidation¹³ qui ont eu des effets négatifs supplémentaires sur le produit net touché par l'actionnaire. La décote par rapport à la NAV effective pour l'actionnaire dans le cadre de cette transaction était ainsi plus élevée que la décote indiquée.

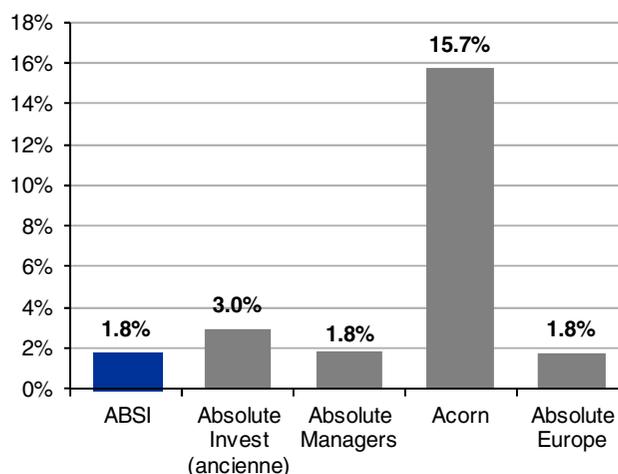
Si l'on prend en compte les offres en espèces, la valeur moyenne des décotes par rapport à la NAV dans le cadre de transactions comparables s'élève à 8.2%.

Des Fairness Opinions ont été rédigées pour les offres en espèces mentionnées ci-dessus. Celles-ci ont été considérées par les différentes expertises comme adéquates d'un point de vue financier.

Quoique la signification de ces transactions doit être quelque peu relativisée en raison de leur ancienneté par rapport au cas d'espèce, elles démontrent et confirment qu'une décote par rapport à la NAV constitue la règle dans ce type de transactions – à savoir dans le cadre d'offres en espèces – et que de telles décotes ont été considérées comme adéquates dans toutes les offres en espèces.

4.3 Primes payées par rapport au cours des actions dans des transactions comparables

Primes dans le cadre de transactions similaires¹⁴



Source: prospectus d'offre, Bloomberg, Fairness Opinions, informations publiquement accessibles.

Après l'analyse des décotes par rapport à la NAV d'entreprises cotées comparables et des décotes dans des transactions comparables, l'on procèdera à présent à l'examen des primes payées par rapport au cours des actions dans le cadre de transactions comparables.

Comme lors de l'analyse des décotes par rapport à la NAV, la prime payée dans le cas d'Acorn est sensiblement supérieure aux primes des offres en espèces. Les motifs en sont, ici aussi, les délais de résiliation fixés et les commissions de liquidation, qui réduisent encore le produit net touché par les actionnaires. Cette transaction n'a par conséquent pas été prise en compte dans le calcul de la valeur moyenne. La prime moyenne des offres en espèces par rapport au cours des actions que nous avons calculée à la date de référence est d'env. 2.2%.

La prime par rapport au cours des actions offerte par Alpine pour les titres d'ABSI dans le cadre de la présente transaction, qui s'élève à 1.8%, est ainsi comparable aux primes offertes dans le cadre de transactions comparables. Comme indiqué au point précédent, toutes les offres en espèces prises en considération ici ont été considérées comme adéquates d'un point de vue financier.

¹⁴ Prix offert par rapport au cours de l'action à la date de référence (ABSI: prix de la dernière action négociée au 4 octobre 2013; transactions historiques: cours de clôture le jour avant l'annonce préalable) pour des offres en espèces. En cas d'échange d'actions, les NAV ont été reprises des fairness opinions correspondantes et des informations publiquement accessibles. L'offre relative à Absolute Invest SA (ancienne) correspond à l'offre en espèces.

4.4 Décotes dans le cadre d'autres transactions impliquant Alpine en qualité d'offrant¹⁵

Alpine a déjà procédé par le passé à des achats de sociétés d'investissement.

Concernant Alpine en qualité d'offrant, l'on peut par ailleurs se référer à d'autres transactions effectuées par celle-ci par le passé. Alpine a en effet suivi une stratégie d'acquisition et a soumis de manière répétée des offres d'achat portant sur d'autres sociétés d'investissement. Il s'agissait cependant principalement de sociétés d'investissement non cotées, qui suivaient en partie des stratégies de placement différentes.

EIC Electricity SA: décote de 23%. L'offre a été rejetée par le conseil d'administration.

En 2003, Alpine a soumis une offre pour les actions en circulation d'EIC Electricity SA. La dernière offre d'Alpine correspondait à la NAV, moins une décote de 23%.¹⁶ Cette offre a été rejetée par le conseil d'administration de la société cible.

Terra Trust SA: décote de 15%. L'offre a été soutenue par le conseil d'administration.

En 2004, Alpine et Terra Trust SA sont convenues d'une fusion amicale. La décote appliquée s'est élevée à 15% de la NAV.

Aramus SA: décote de 7%. L'offre a été soutenue par le conseil d'administration.

En 2005, Alpine a soumis une offre pour les actions en circulation d'Aramus SA. Selon la valeur des positions non liquides, une décote sur la NAV entre 6% et 10% a été offerte dans le cadre de l'offre en espèces. Le conseil d'administration a avant tout relevé le manque de liquidité des actions d'Aramus SA et a ainsi approuvé l'offre finale, avec une décote de 7%.

En raison de leur ancienneté, la signification de ces transactions passées doit cependant être quelque peu relativisée, en particulier au vu de la différence dans la composition des portefeuilles des sociétés cibles décrites au présent point par rapport à ABSI.

¹⁵ L'offre partielle d'Alpine à Credit Suisse portant sur 19.8% de la société d'investissement Absolute Private Equity SA en 2011 n'a pas été prise en compte.

¹⁶ Le calcul de la décote se réfère à la NAV initiale selon le prospectus d'offre.



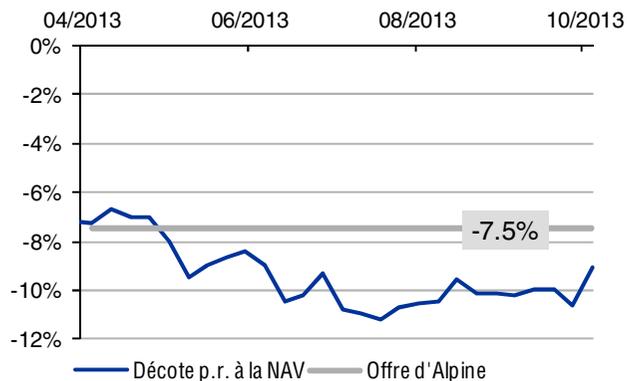
Conclusions

- La décote sur la NAV moyenne des entreprises cotées comparables s'élève, à la date de référence, à 22.3%.
- Les offres en espèces dans le cadre de transactions comparables présentent une décote sur la NAV moyenne de 8.2%
- Alpine a déjà agi en qualité d'acheteur de sociétés d'investissement par le passé. Les décotes correspondantes des offres soutenues par les conseils d'administration des sociétés cibles en question varient entre 7% et 15%.
- La décote sur la NAV implicite de 7.5% au 4 octobre 2013 offerte dans le cadre de la présente transaction est sensiblement inférieure à la décote sur la NAV d'entreprises cotées comparables et se situe dans la norme des décotes sur la NAV dans des transactions comparables.
- La prime offerte par Alpine par rapport au cours actuel des actions se situe dans la norme des primes offertes dans le cadre de transactions comparables.

5 Évaluation d'alternatives pour les actionnaires d'Absolute Invest

5.1 Vente d'actions en bourse

Décote sur la NAV d'ABSI sur les derniers 6 mois



Source: ABSI et IFBC.

Au lieu d'accepter l'offre d'Alpine, un actionnaire d'ABSI peut choisir de vendre ses titres en bourse. Si le produit net de la vente en bourse est supérieur au prix offert par Alpine, il choisira sans aucun doute cette option.

Il n'est pas possible de prévoir avec certitude si la décote par rapport à la NAV sera inférieure à la décote implicite offerte au terme du délai de grâce, le 28 novembre 2013. L'analyse de la décote hebdomadaire sur les 6 derniers mois¹⁷ montre cependant que celle-ci était la plupart du temps supérieure à la décote offerte par Alpine.

Par ailleurs, en raison de la liquidité limitée des titres ABSI, il faut compter avec le fait que la vente en bourse d'un nombre important d'actions aurait des conséquences négatives sur leur cours. Par conséquent, en cas de vente en bourse, un prix unitaire pour toutes les actions encore en circulation ne pourrait être garanti, contrairement à l'offre d'Alpine, qui prévoit un prix fixe pour tous les actionnaires.

5.2 Rejet de l'offre en espèces (dans l'espoir d'une diminution de la décote)

L'on ne peut pas partir de l'idée que la décote sur la NAV baissera au terme de la durée de l'offre.

Une autre alternative à l'acceptation de l'offre qui s'offre aux actionnaires est le fait de conserver les actions au-delà du terme de la durée de l'offre. Un actionnaire penchera pour cette option s'il part de l'idée que la décote par rapport à la NAV diminuera ou disparaîtra à l'avenir.

Le 19 mars 2012, ABSI et Alpine ont annoncé mener des négociations relatives à une fusion des deux sociétés. Les tractations ont pris fin le 18 septembre 2012, sans avoir

¹⁷ L'analyse se réfère à des décotes hebdomadaires en raison de la publication hebdomadaire de la NAV. Par ailleurs, en raison de la durée de l'offre de max. 40 jours, la période analysée se limite à 6 mois.

abouti. Pendant la durée des négociations, la décote est passée de 8.2% à 3.0%, pour remonter ensuite à 8.7%.¹⁸ La décote de 3.0% est la décote la plus basse des 10 dernières années.

Au contraire, la décote n'a varié que légèrement depuis qu'Alpine a annoncé le 15 août 2013 vouloir soumettre une offre publique pour les actions ABSI en circulation (les décotes calculées de manière hebdomadaire ont oscillé entre 9.1% et 10.6%). Cet état de fait s'explique par le fait qu'Alpine a annoncé, dans son communiqué, vouloir soumettre une offre fondée sur les décotes sur la NAV historiques. Cela constitue un indice du fait que la décote ne devrait pas diminuer de manière substantielle au terme de la durée de l'offre.

Il faut par ailleurs tenir compte du fait qu'ABSI a dû mettre à disposition des liquidités à hauteur d'USD 116.1 millions dans le cadre du programme de rachat d'actions de 2012 et du versement de dividendes au printemps 2013. Ces liquidités ont notamment été obtenues par la vente de positions liquides de son portefeuille. Le versement de dividendes à hauteur d'USD 9.50 par action diminuera les liquidités disponibles d'USD 57.0 millions supplémentaires. Par conséquent, la proportion de positions non-liquides va augmenter, ce qui rend probable une augmentation supplémentaire de la décote par rapport à la NAV.

Par ailleurs, il faut s'attendre à ce que la liquidité du titre, déjà non liquide à ce jour, diminuera encore en raison de l'acceptation de l'offre par certains actionnaires. Pour cette raison aussi, une réduction de la décote sur la NAV apparaît comme peu probable.

En ce qui concerne la situation à laquelle il faut s'attendre à l'expiration de l'offre, Alpine prévoit de faire annuler les actions restantes (squeeze-out au sens de l'art. 33 LBVM) si elle détient plus de 98% des droits de votes. Par ailleurs, une fusion entre ABSI et Alpine pourrait être réalisée si plus de 90% des actionnaires d'ABSI donnent leur accord (aux termes de l'art. 18 al. 5 LFus). En cas de squeeze-out, le détenteur des actions annulées a droit au montant initial de l'offre. En revanche, en cas de fusion, le montant versé n'est pas réglé de manière claire. Selon l'avis général de la doctrine, ce montant doit être

Si plus de 98%, ou respectivement plus de 90%, des actions sont détenues par Alpine au terme de la durée de l'offre, celle-ci pourra procéder à un squeeze-out, ou respectivement à une fusion.

¹⁸ Valeurs au 16 mars 2012, au 1er juin 2012 et au 14 septembre 2012, basées sur le cours de l'action ajustée au dividende et sur la NAV. Source: ABSI et IFBC.

déterminé en fonction de la valeur du marché. L'on ne peut par conséquent pas partir de l'idée que la décote par rapport à la NAV serait inférieure à l'offre actuelle en cas de fusion.

Enfin, il faut tenir compte du projet d'Alpine de retirer de la cote les titres ABSI, et ce indépendamment de sa participation. Elle pourrait obtenir une telle mesure aujourd'hui déjà, de par sa participation majoritaire. Une demande de retrait de la cote est actuellement examinée par le Regulatory Board de SIX. Celui-ci détermine notamment le dernier jour de négoce, sous respect des conditions de protection des investisseurs. La cotation est en principe maintenue pendant 3 mois au moins à compter de l'annonce du retrait de la cote.¹⁹ L'on peut partir de l'idée que le retrait de la cote envisagé entraînera une pression incitant à la vente. L'on ne peut par conséquent s'attendre à une réduction de la décote par rapport à la NAV.

5.3 Scénario de liquidation

Pour évaluer le scénario de liquidation, les conséquences fiscales et la durée de la liquidation sont prises en compte.

Outre les alternatives décrites plus haut, le scénario d'une éventuelle liquidation d'ABSI sera évalué ci-dessous.

Dans le cadre d'une liquidation, tous les actifs d'une société de participation sont vendus, après quoi les dettes de la société sont réglées au moyen des fonds ainsi générés. Le montant restant (bénéfice de liquidation) est distribué aux actionnaires. Les aspects suivants doivent être pris en compte dans l'évaluation du scénario de liquidation:

- *Conséquences fiscales pour les actionnaires:* Après le versement d'un dividende de USD 9.50 par action prévu pour la fin du mois d'octobre 2013, les réserves générales restantes constituées par l'apport de capitaux auront presque entièrement été versées aux actionnaires d'ABSI. Par conséquent, des versements supplémentaires seraient soumis à l'impôt anticipé. Par ailleurs, les actionnaires pourraient devoir supporter d'autres impôts selon leur situation individuelle.

¹⁹ Cf. art. 4 de la Directive Décotation ("DD").

- *Délai le plus court pour la liquidation des différentes positions du portefeuille:* Selon les indications du Conseil d'administration d'ABSI, tous les actifs ne pourraient pas être vendus immédiatement à des prix intéressants. Au contraire, la réalisation de la NAV pourrait prendre environ trois à quatre ans en raison de délais de résiliation.

Conséquences fiscales d'une liquidation

Les conséquences fiscales d'une liquidation dépendent de la situation individuelle de chaque investisseur (investisseur privé ou institutionnel) ainsi que de son domicile.

Pour des investisseurs privés domiciliés en Suisse, une liquidation présente des désavantages fiscaux par rapport à une acceptation de l'offre.

Pour les investisseurs soumis à l'impôt en suisse qui détiennent les actions dans leur patrimoine commercial, le principe de la valeur comptable s'applique. Cela signifie qu'en principe, le revenu imposable est constitué par la différence entre le produit de la liquidation et la valeur comptable des actions. Par conséquent, les conséquences fiscales sont en principe comparables à celles de l'acceptation de l'offre (si l'on fait abstraction de l'impôt anticipé et des droits de négociation).

Si un actionnaire soumis à l'impôt en Suisse détient les actions dans son patrimoine privé, le montant soumis à l'impôt (après versement du dividende prévu à hauteur de USD 9.50 au moyen des réserves générales) correspond de manière générale à la différence entre le produit de la liquidation et la valeur nominale de l'action.²⁰ La valeur nominale basse de CHF 0.10 par action conduit à ce que la plus grande partie du produit de la liquidation soit soumise à l'impôt sur le revenu. Comparé à l'acceptation de l'offre, qui n'entraîne pas d'impôt, le scénario de la liquidation présente un désavantage fiscal important pour les investisseurs privés domiciliés en Suisse.

La différence entre le produit de la liquidation et la valeur nominale libérée est par ailleurs soumise à l'impôt anticipé à hauteur de 35%. Les personnes domiciliées en Suisse ont en principe droit au remboursement de l'impôt anticipé. Les investisseurs domiciliés à l'étranger peuvent en partie récupérer l'impôt anticipé en vertu d'une convention de double imposition ("CDI") lorsqu'une telle convention existe entre la Suisse et son pays de domicile et que les conditions en sont respectées.

²⁰ De par le versement du dividende de USD 9.50 prévu, les réserves générales restantes constituées par l'apport de capitaux auront été presque entièrement utilisées.

Les conséquences fiscales doivent ainsi être évaluées de manière individuelle en fonction de la situation de chaque investisseur. L'on peut cependant relever que la liquidation entraîne des conséquences fiscales négatives pour les investisseurs privés domiciliés en Suisse par rapport à la vente de leurs parts dans le cadre de l'offre publique d'achat d'Alpine.

Durée de la liquidation

Puisque les positions détenues par ABSI comprennent des Hedge Funds détenant notamment des actifs non liquides, les conditions contractuelles prévoient en partie des délais plus longs pour le remboursement des positions des fonds. Le Management estime par conséquent qu'une liquidation complète prendrait environ entre 3 et 4 ans. Outre les frais entraînés par la liquidation même de l'entreprise, il faudrait compter avec des frais d'exploitation jusqu'à la vente des dernières participations. Ces frais auront des conséquences négatives sur le produit net de la liquidation et augmenteraient une décote implicite sur la NAV actuelle.

Par ailleurs, en raison de la durée parfois importante que peut prendre le remboursement définitif des Hedge Funds, le montant qui peut être réalisé est soumis à risque, puisque la NAV des Hedge Funds peut faire l'objet de fluctuations au cours de cette période.

La liquidation entraîne des désavantages fiscaux ainsi qu'un risque relatif à la NAV à réaliser.

En résumé, il convient de relever qu'une liquidation d'ABSI entraînerait des désavantages fiscaux pour les actionnaires privés par rapport à une acceptation de l'offre publique d'achat. Par ailleurs, en raison de la durée de liquidation importante, il existe un certain risque relatif au cours ou à la NAV concernant la valeur qui pourra être obtenue. Par conséquent, l'on ne peut partir de l'idée qu'une liquidation d'ABSI produirait une valeur ajoutée pour les actionnaires restants par rapport à une acceptation de l'offre d'Alpine. Cette question devrait être analysée de manière individuelle.

Cette évaluation est en outre confirmée par le fait que la diminution du nombre de sociétés de participation cotées depuis 2004 était due et reste due principalement à des ventes ou à des transactions similaires et non à des liquidations.²¹

²¹ Cette affirmation peut être illustrée par les sociétés d'investissement suivantes, dont le conseil d'administration – dans le cadre de transactions, de transferts dans des fonds ou de fusions – a soutenu l'opération en question ou, à tout le moins, a estimé qu'une liquidation ne serait pas plus avantageuse qu'une telle



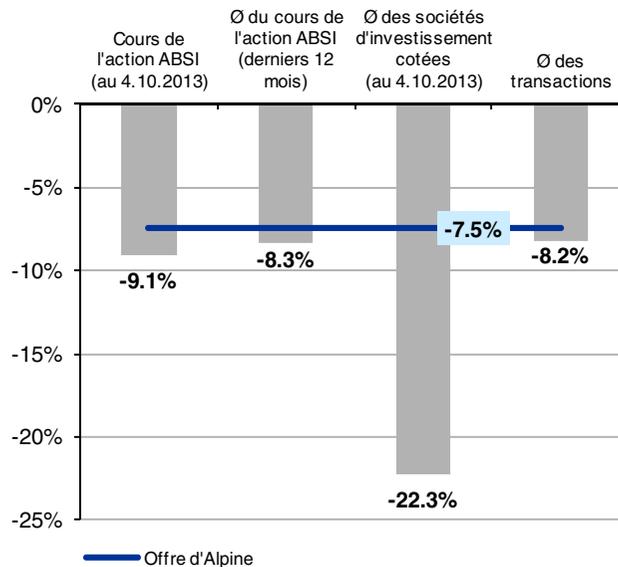
Conclusions

- L'évolution future de la décote par rapport à la NAV des actions ABSI ne peut être prévue avec certitude.
- L'on ne peut aujourd'hui partir de l'idée que la décote diminuera avec le temps. En effet, la décote par rapport à la NAV des actions d'ABSI était, au cours des derniers six mois, la plupart du temps plus élevée que la décote prévue par Alpine dans le cadre de la transaction.
- La faible liquidité des actions ABSI ainsi que le retrait de la cote des actions prévu pourraient, dans le cas de volumes de ventes importants, entraîner une pression à la vente. Le fait de détenir ou de vendre par la suite des actions ABSI en bourse ne semble par conséquent pas présenter une alternative attrayante.
- Par ailleurs, le versement de dividendes augmentera la proportion de positions non liquides au sein du portefeuille. Par conséquent, une augmentation de la décote par rapport à la NAV d'ABSI est probable.
- Les conséquences fiscales d'une liquidation doivent être déterminées en détail de manière individuelle. En principe, l'on peut cependant relever que les actionnaires privés domiciliés en Suisse subiraient un désavantage fiscal en cas de liquidation.

opération, et qui ont finalement été retirées de la bourse ou ne sont plus négociées aujourd'hui à SIX qu'avec un free float réduit. Ainsi par exemple: Pelham Investments SA (2004), ZKB Pharma Vision SA (2004), ZKB Finanz Vision SA (2004), ZKB Axxess Vision SA (2004), EIC Electricity SA (2005), Swiss Small Cap Invest SA (2005, ou jusqu'en 2011), Absolute Managers SA (2005), Acorn Alternative Investments SA (2006), Absolute Europe SA (2006), Micro Value (2008), Growth Value Opportunities SA (2008), BB Medtech SA (2009), Athris Holding SA (2009), Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA (2009), Creinvest SA (2009), Absolute Private Equity SA (2011). Le nombre de cas de liquidation est en revanche inférieur. À titre d'exemple, on citera Prime New Energy SA en 2005 et Mach Hitech SA en 2010. Mach Hitech SA était une société d'investissement dont les actifs se composaient alors principalement d'espèces et d'investissements très liquides; elle disposait par ailleurs d'une capitalisation boursière très limitée. Dans le cas de Prime New Energy SA, les actionnaires étaient principalement des investisseurs institutionnels et le produit de la liquidation imposable était modeste en raison d'une valeur nominale relativement élevée. Deux autres cas de liquidation ont eu lieu récemment, mais elles s'expliquent par des motifs spécifiques qui ne s'appliquent pas dans le cas d'espèce. La liquidation de Sustainable Performance Group SA en 2011 a été entreprise uniquement pour permettre le transfert de la société d'investissement dans un fonds d'investissement (Globalance Sokrates Fund) revêtant la forme d'une SICAV (société d'investissement à capital variable). Global Natural Resources Holding SA a été liquidée et retirée de la cote en 2011 en raison d'une faillite.

6 Conclusions

Comparaison des décotes sur la NAV implicite



Source: IFBC.

Se fondant sur l'analyse exposée ci-dessus et les conclusions qui en découlent et après avoir examiné et évalué toutes les informations mises à disposition, IFBC parvient à l'évaluation suivante:

- La NAV par action ABSI avant dividende s'élève à USD 30.80 au 4 octobre 2013. L'offre d'Alpine de USD 28.50 par action ABSI est ainsi inférieure de 7.5% à la NAV au 4 octobre 2013.
- À titre de comparaison, le cours de l'action ABSI a fait état d'une décote supérieure par rapport à la NAV pour la majeure partie des derniers six mois.
- La décote sur la NAV implicite de 7.5% est sensiblement inférieure à la décote sur la NAV observée auprès de sociétés d'investissement cotées comparables, mais correspond à la norme des décotes relevées dans des transactions comparables avec offre en espèces.
- La prime de l'offre par rapport au cours de la dernière action ABSI négociée, qui s'élève à 1.8%, se situe dans la norme des primes observées lors de transactions comparables.
- L'on ne peut partir de l'idée que la vente en bourse d'actions ABSI pendant la durée de l'offre ou que le fait de conserver les actions au-delà de la durée de l'offre permette de réaliser un produit net supérieur à celui obtenu en acceptant l'offre en espèces.
- La liquidation d'ABSI pourrait prendre jusqu'à 4 ans en raison des délais de résiliation à respecter pour la vente de positions dans des Hedge Funds. Cette alternative présente par conséquent, outre des désavantages fiscaux,²² un risque de réalisation relatif à la NAV actuelle.

²² La présente expertise ne présente que des remarques de nature générale sur les aspects fiscaux. Il appartient cependant à chaque actionnaire d'analyser ou de faire analyser les conséquences d'une acceptation de l'offre sur sa situation fiscale individuelle.

IFBC estime que l'offre d'Alpine est adéquate et équitable d'un point de vue financier.

Se fondant sur nos analyses et conclusions ainsi que sur les résultats exposés qui en découlent, IFBC estime que l'offre présentée par Alpine aux actionnaires d'ABSI est adéquate et équitable d'un point de vue financier.

Zurich, le 10 octobre 2013



Prof. Dr Rudolf Volkart
Senior Partner



Dr Thomas Vettiger
Managing Partner

7 Annexes

7.1 Annexe I: "Peer Group" de sociétés d'investissement cotées

Nom	Net Asset Value (au 30.06.2013 en millions de USD)	Stratégie de gestion de portefeuille	Placement financiers liquides (au 31.12.2012, niveau 1 selon les normes IFRS)	Placements financiers non liquides (au 31.12.2012, niveaux 2 et 3 selon les normes IFRS)
Castle Alternative Invest SA	236.2	Castle est une société d'investissement suisse. Elle poursuit une stratégie d'investissement diversifiée au niveau mondial, ciblée principalement sur les Hedge Funds. L'allocation stratégique prévoit le maintien d'un équilibre entre les quatre stratégies Hedge Funds principales: Long/short, relative value, event driven et macro/CTA.	0.0%	100.0%
Altin SA	248.7	Altin est une société d'investissement suisse. Elle investit, par le biais de divers fund managers, principalement dans des Hedge Funds. Le portefeuille est largement diversifié et poursuit différentes stratégies Hedge Funds.	0.0%	100.0%

Source: Bloomberg et autres.

7.2 Annexe II: Transactions comparables

Nom de la société cible	Nom de la société acquéreuse	année	Stratégie de gestion de portefeuille
Absolute Invest SA (ancienne)	Absolute US SA	2003	Absolute Invest SA (ancienne) était une société d'investissement suisse. Elle investissait dans des placements variés dans le domaine des placements alternatifs (Hedge Funds). Son portefeuille était considéré être largement diversifié.
Absolute Managers SA	Absolute Private Equity SA	2005	Absolute Managers SA était une société d'investissement suisse. Son objectif de placement était un portefeuille diversifié composé de seed Hedge Funds.
Acorn Alternative Strategies SA	Sarabet SA	2006	Acorn Alternative Strategies SA est une société d'investissement suisse. Elle investit dans des Hedge Funds et poursuit une stratégie de placement diversifiée.
Absolute Europe SA	Absolute Invest SA (ancienne)	2006	Absolute Europe SA poursuivait une stratégie d'absolute return. À cette fin, elle investissait dans des Hedge Funds engagés dans des titres européens.

Source: Bloomberg et autres.

7.3 Annexe III: Table des abréviations

ABSI	Absolute Invest SA (société cible d'Alpine)
Absolute Europe	Absolute Europe SA
Absolute Invest	Absolute Invest SA (société cible d'Alpine)
Absolute Invest SA (ancienne)	Absolute Invest SA, absorbée en 2003 par Absolute US SA
Absolute Invest Services	Absolute Investment Services SA
Absolute Managers	Absolute Managers SA
Absolutissimo	Absolutissimo Ltd.
Acorn	Acorn Alternative Strategies SA
AG extraordinaire	Assemblée générale extraordinaire
al.	alinéa
Alpine	Alpine Select SA
Altin	Altin SA
art.	article
Carry	Carry Ltd.
Castle	Castle Alternative Invest SA
CDI	Convention de double imposition
cf.	confer
Citco Fund Services	Citco Fund Services (Curaçao) N.V.
Citco Global Custody	Citco Global Custody (N.A.) N.V.
CO	Code des obligations

COPA	Commission des OPA
Credit Suisse	Credit Suisse SA
CTA	Commodity Trading Advisors (stratégie de Hedge Fund)
DD	Directive décotation de SIX
IFBC	IFBC SA
IFRS	International Financial Reporting Standards
JAAM	JAAM SA
Julius Bär	Banque Julius Bär & Cie SA
KPMG	KPMG SA, département audit
LBVM	Loi sur les bourses
LFus	Loi sur les fusions
Ltd.	Limited
NAV	Net Asset Value
n°	numéro
OPA	Offre publique d'achat
OOPA	Ordonnance sur les OPA
p.r.	par rapport
SA	Société anonyme
SIX	SIX Swiss Exchange
SLI	Swiss Leader Index

IFBC

CREATING ENTERPRISE VALUE

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