

Fairness Opinion **Bank Cler AG**

*Fairness Opinion
zum öffentlichen
Kaufangebot der
Basler Kantonalbank*

31. Juli 2018





Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrates der Bank Cler AG

betreffend

Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots der Basler Kantonalbank, Basel (Schweiz) für alle sich im Publikum befindlichen Inhaberaktien der Bank Cler AG, Basel (Schweiz)

Zürich, 31. Juli 2018

*PricewaterhouseCoopers AG, Birchstrasse 160, CH-8050 Zürich
Telefon: +41 (0) 58 792 44 00, Fax: +41 (0) 58 792 44 10, www.pwc.ch*

Inhaltsverzeichnis

<i>Abkürzungsverzeichnis</i>	5
<i>1 Einleitung</i>	6
1.1 Ausgangslage.....	6
1.2 Unser Auftrag.....	6
1.3 Vorgehen	6
1.4 Beurteilungsgrundlagen.....	7
<i>2 Bank Cler im Überblick</i>	8
2.1 Struktur der Bank Cler	8
2.2 Geschäftstätigkeit und Strategie	8
2.3 Historische finanzielle Entwicklung der Bank Cler	9
2.3.1 Geschäftsertrag	9
2.3.2 Geschäftsaufwand	10
2.3.3 Vermögens- und Finanzlage	11
2.4 Aktuelles Marktumfeld sowie Trends im Retail Banking.....	12
2.4.1 Wirtschaftsaussichten.....	12
2.4.2 Monetäre Rahmenbedingungen.....	13
2.4.3 Trends im Retail Banking	13
2.5 Erläuterungen zur finanziellen Planung der Bank Cler.....	14
<i>3 Wertüberlegungen Bank Cler</i>	16
3.1 Dividend Discount Model	16
3.1.1 Theoretische Grundlagen	16
3.1.2 Anwendung der DDM-Methode.....	17
3.2 Marktbewertung	19
<i>4 Analyse des Aktienkurses und des Handelsvolumens</i>	21
<i>5 Zusammenfassung</i>	22

6 Anhang	23
Anhang 1: Analyse der Gesamtkapitalquote	23
Anhang 2: Analyse von Beta	24
Anhang 3: Herleitung der Eigenkapitalkosten	25
Anhang 4: Analyse der Eigenkapitalrendite	26
Anhang 5: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen.....	27
Anhang 6: Analyse der Cost-Income Ratio	28

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
Anbieterin	Basler Kantonalbank
Angebot	Öffentliches Kaufangebot der Basler Kantonalbank
Bank Cler	Bank Cler AG
Bank Cler-Aktie	Inhaberaktie der Bank Cler AG
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CH	Schweiz
CHF	Schweizer Franken
CoE	Cost of Equity (Eigenkapitalkosten)
DDM	Dividend Discount Model
EK	Eigenkapital
FAUB	Fachausschuss für Unternehmensbewertung
FinfraG	Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel
Fairness Opinion	Bewertungsgutachten zur finanziellen Beurteilung des öffentlichen Kaufangebots der Basler Kantonalbank
FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung
IdW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
Management	Management der Bank Cler AG
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
OR	Schweizerisches Obligationenrecht
PwC	PricewaterhouseCoopers AG
SIX	SIX Swiss Exchange
Verwaltungsrat	Verwaltungsrat der Bank Cler AG
Zielgesellschaft	Bank Cler AG

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage

Die Basler Kantonalbank, Basel, Schweiz („Anbieterin“), hält per 19. Juni 2018 direkt insgesamt 12'776'601 Inhaberaktien der Bank Cler AG, Basel, Schweiz („Bank Cler“ oder „Zielgesellschaft“), entsprechend 75.71% des Aktienkapitals und der Stimmrechte der Zielgesellschaft.

Die Anbieterin beabsichtigt, am oder um den 2. August 2018 ein öffentliches Kaufangebot („Angebot“) im Sinne von Art. 125 ff. des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel („FinfraG“) für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Zielgesellschaft mit einem Nennwert von je CHF 20.00 (je eine „Bank Cler-Aktie“) zu unterbreiten. Die Bank Cler-Aktien sind an der SIX Swiss Exchange („SIX“) kotiert (ISIN CH0018116472).

Die Anbieterin beabsichtigt, nach dem Vollzug des Angebots die Zielgesellschaft dazu anzuhalten, bei der SIX die Dekotierung der Bank Cler-Aktien gemäss den Bestimmungen der SIX zu beantragen.

Für den Fall, dass die Anbieterin nach dem Vollzug mehr als 98% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hält, behält sich die Anbieterin vor, die Kraftloserklärung der verbleibenden Bank Cler-Aktien im Sinne von Art. 137 FinfraG zu beantragen. Sollte die Anbieterin als Folge des Angebots nach dem Vollzug zwischen 90% und 98% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten, behält sich die Anbieterin vor, die Zielgesellschaft mit der Anbieterin bzw. einer direkten oder indirekten schweizerischen Tochtergesellschaft der Anbieterin zu fusionieren und die Inhaber der verbleibenden Bank Cler-Aktien im Sinne von Art. 8 Abs. 2 des Bundesgesetzes über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung („FusG“) in bar abzufinden.

1.2 Unser Auftrag

Der Verwaltungsrat der Bank Cler („Verwaltungsrat“) hat PricewaterhouseCoopers AG („PwC“) mit der Erstellung eines Bewertungsgutachtens („Fairness Opinion“) beauftragt, um das oben erwähnte öffentliche Kaufangebot auf dessen finanzielle Angemessenheit zu überprüfen.

Die Fairness Opinion soll den Mitgliedern des Verwaltungsrats sowie den Publikumsaktionären der Bank Cler eine Drittmeinung aus neutraler Perspektive geben, ob der offerierte Preis von CHF 52.00 pro Inhaberaktie aus finanzieller Sicht fair und angemessen ist. Dieses Gutachten fasst die Ergebnisse unserer Analysen zusammen. Es darf im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots der Basler Kantonalbank für die sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Bank Cler veröffentlicht werden.

Dieses Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Es enthält auch keine Einschätzungen über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben können.

1.3 Vorgehen

Für die Beurteilung des offerierten Kaufpreises stellt PwC umfassende Wertüberlegungen zur Zielgesellschaft per Bewertungszeitpunkt 30. Juni 2018 an. Daraus resultiert eine Wertbandbreite für den Eigenkapitalwert sowie daraus abgeleitet eine Wertbandbreite pro Inhaberaktie der Bank Cler, in der ein plausibles und als finanziell fair zu erachtendes Kaufangebot liegen sollte.

Die Wertüberlegungen basieren auf einer Betrachtung auf der Stufe des Unternehmens. Effekte, die beim einzelnen Aktionär anfallen – insbesondere steuerliche Auswirkungen – bleiben unberücksichtigt. Eine umfassende Berücksichtigung wäre aufgrund der unterschiedlichen Voraussetzungen der jeweiligen Aktionäre in der Praxis kaum möglich.

Unser Bewertungsgutachten basiert auf der Dividend Discount Model („DDM“)-Methode, weil mit diesem Verfahren der künftigen Ertragskraft der Bank Cler am besten Rechnung getragen werden kann. Zudem bietet die DDM-Methode die notwendige Flexibilität, um durch Szenarioanalysen die Aussagekraft der Wertüberlegungen zu erhöhen. Um dem derzeitig anspruchsvollen Marktumfeld Rechnung zu tragen und die Unsicherheiten hinsichtlich der künftigen Ertragskraft angemessen zu berücksichtigen, werden ausserdem Sensitivitätsanalysen durchgeführt, welche die finanziellen Auswirkungen bei einer Veränderung der zentralen Werttreiber darstellen.

Die Ergebnisse der DDM-Methode werden mit den Ergebnissen der Marktbewertungsmethode verglichen und plausibilisiert. Letztere beinhaltet die Analyse von Multiplikatoren von vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen sowie die Analyse von vergleichbaren Transaktionen.

Schliesslich wird noch eine Analyse des Aktienpreises und des Handelsvolumens durchgeführt, um die Bewertungsergebnisse den aktuellen Marktpreisen gegenüber zu stellen.

1.4 Beurteilungsgrundlagen

Zur Beurteilung des Angebots hat PwC hauptsächlich die folgenden Informations- und Datengrundlagen verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen über die Bank Cler, die für die Analyse als relevant erachtet werden, insbesondere die veröffentlichten Jahres- und Halbjahresberichte 2015 bis 2018 sowie Pressemitteilungen und Zeitungsberichte;
- Interne Finanzinformationen erstellt vom Management der Bank Cler („Management“), die für die Analyse als relevant erachtet werden, insbesondere die Abschlusszahlen per 30. Juni 2018, der Businessplan 2018 bis 2021 (inklusive Planung der Eigenmittel, Planung der Risk Weighted Assets sowie den der Planung zugrundeliegenden Rohdaten) und der Investitionsplan der Bank Cler;
- Besprechungen mit dem Management betreffend die aktuelle Finanz- und Ertragslage, die strategische Ausrichtung sowie die wirtschaftlichen Aussichten der Bank Cler sowie Diskussion der zentralen Werttreiber, Annahmen und Risiken im Businessplan der Bank Cler;
- Kapitalmarktanalysen von Duff & Phelps (2017 Valuation Handbook);
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten von ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen basierend auf Capital IQ;
- Daten von vergleichbaren Transaktionen (primär aus der Datenbank von mergermarket und Capital IQ);

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Überlegungen beziehen sich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments und können deshalb Änderungen unterliegen. PwC hat weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. PwC hat die von der Bank Cler zur Verfügung gestellten und öffentlich zugänglichen Informationen nicht geprüft, sondern ist davon ausgegangen, dass diese vollständig und richtig sind. PwC hat jedoch insbesondere bei den von der Bank Cler zur Verfügung gestellten Informationen Plausibilitätsprüfungen vorgenommen sowie diese in Gesprächen mit dem Management kritisch hinterfragt.

2 Bank Cler im Überblick

2.1 Struktur der Bank Cler

Die Bank Cler ist eine eigenständige, privatrechtliche Aktiengesellschaft mit Hauptsitz in Basel. Die heutige Rechts- und Organisationsform basiert auf den aktienrechtlichen Bestimmungen des Schweizerischen Obligationenrechts („OR“) sowie auf den Statuten vom 20. April 2017.

Die Bank Cler verfügt über keine eigene Konzernstruktur. Mit einem kapital- und stimmenmässigen Anteil von 75.7% ist die Basler Kantonalbank die bedeutendste Aktionärin. Die Bank Cler gehört somit zum Konsolidierungskreis der Basler Kantonalbank. Operativ agiert die Bank Cler als Universalbank im gesamten Wirtschaftsraum Schweiz und konzentriert sich primär auf die Betreuung von Anlage- und Kreditkunden.

Aufgrund der Zugehörigkeit der Bank Cler zum Konsolidierungskreis der Basler Kantonalbank werden im Zusammenhang mit der konsolidierten, regulatorischen Beaufsichtigung für die Bank Cler relevante Aufgaben teilweise durch Gremien der Basler Kantonalbank bzw. durch gemeinsam bestellte Gremien wahrgenommen.

Die Bank Cler verfügt unter anderem über Beteiligungen an der Pfandbriefbank schweizerischer Hypothekarinstitute AG (4.09%), am Wohnbau-Genossenschaftsverband Nordwest (5.28%), an der Wohnstadt Bau- und Verwaltungsgenossenschaft (1.25%) sowie an der Aduno Holding AG (0.9%), welche sämtliche als notwendig für den Geschäftsbetrieb der Bank Cler erachtet werden.

2.2 Geschäftstätigkeit und Strategie

Die Bank Cler, mit ihren rund 450 Mitarbeitenden, fokussiert sich auf Privatkundinnen und Privatkunden, KMU sowie Wohnbaugenossenschaften. Dabei positioniert sie sich als digitale Bank mit schweizweiter physischer Präsenz in urbanen Zentren. Mit 32 Geschäftsstellen ist die Bank Cler in sämtlichen Landesteilen präsent und bietet den Kundinnen und Kunden ein vollständiges Angebot von Bankprodukten und -dienstleistungen in den Bereichen Zahlen, Sparen, Vorsorgen, Finanzieren und Anlegen. Im Zentrum steht dabei zum einen die gesamtheitliche und persönliche Beratung und zum anderen auch die Nutzung von digitalen Kanälen. Mit diesem dualen Marktbearbeitungsansatz (Weiterentwicklung des traditionellen Bankgeschäfts und Investition in digitale Transformation) will die Bank Cler in den nächsten Jahren wachsen und ihren Marktanteil in der Schweiz erhöhen.

Im Rahmen der Nutzung digitaler Kanäle wurde im Juni 2017 die virtuelle Geschäftsstelle myCler eingeführt. Diese ermöglicht es Neukundinnen und Neukunden, komplett papierlos ein Konto zu eröffnen oder Kreditkarten zu bestellen. Gleichzeitig kann auch ein Anlegerprofil erstellt und in eine Anlagelösung investiert werden. Zudem wurde mit der Lancierung von Bank Cler Quanto das digitale Angebot zusätzlich ausgebaut.

Der Verwaltungsrat hat 2017 die strategischen Stossrichtungen konkretisiert, mit denen die Wachstumsziele bis 2021 erreicht werden sollen. Im Mittelpunkt stehen dabei einfach verständliche und bedürfnisorientierte Produkt-, Dienstleistungs- und Servicepakete. Gleichzeitig sollen mit einem systematischen Innovationsmanagement neue Geschäftsmodelle identifiziert und zusätzliche Ertragsquellen erschlossen werden. Schliesslich soll die Prozesseffizienz und -harmonisierung im Konzernverbund mit der Basler Kantonalbank weiter vorangetrieben werden. Basierend auf den definierten Zielen wurden die folgenden fünf strategischen Stossrichtungen identifiziert: Kundinnen und

Kunden begeistern, neue Kundengruppen erschliessen, Effizienz steigern, Innovationskraft stärken und digitale Transformation sowie Nachhaltigkeit fördern.

Das Ziel der strategischen Stossrichtungen ist eine nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes. Aus diesem Grund orientiert sich die Bank Cler im Rahmen der finanziellen Steuerung auch am Prinzip der wertorientierten Bankensteuerung. Dazu wird der Economic Profit als Kennzahl zur risikoadjustierten Erfolgsmessung und Steuerung der Bank eingesetzt, welcher neben den Kosten und Erlösen auch das Risiko berücksichtigt. Dies wirkt sich daher auf das Denken, Planen und Handeln in der Bank Cler aus: statt der Erzielung von kurzfristigem Volumenwachstum und einmaligen Erträgen steht die dauerhafte Steigerung des Unternehmenswertes im Vordergrund.

2.3 Historische finanzielle Entwicklung der Bank Cler

2.3.1 Geschäftsertrag

Die Bank Cler erwirtschaftete im Geschäftsjahr 2017 einen Geschäftsertrag von rund CHF 256 Mio., was im Vergleich zum Vorjahr einer Erhöhung von beinahe CHF 11 Mio. entspricht (+4.5%). Mit knapp 73% am Geschäftsertrag im Jahr 2017 stellt der Netto-Erfolg aus dem Zinsengeschäft den klar wichtigsten Ertragspfeiler der Bank Cler dar, gefolgt vom Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft mit knapp über 21%, dem Handelsgeschäft (rund 5%) und dem übrigen ordentlichen Erfolg.

Auch hinsichtlich des Geschäftsertragswachstums im Jahr 2017 war das Zinsdifferenzgeschäft der Haupttreiber, wobei sich die Zunahme aus einem höheren Brutto-Erfolg aus dem Zinsgeschäft und der Auflösung von ausfallrisikobedingten Wertberichtigungen, als Folge einer stark verbesserten Risikosituation, zusammensetzte.

Beim Erfolg aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft nahmen die Einnahmen aus dem Wertschriften- und Anlagegeschäft im Jahr 2017 ebenfalls zu. Unterstützt hat diese positive Entwicklung die von der Bank Cler lancierte «Anlagelösung». Dabei hat die Kundschaft die Möglichkeit, bereits ab einem Betrag von CHF 10'000 in eine Delegationslösung zu investieren, was im anhaltenden Tiefzinsumfeld eine attraktive Ergänzung zum Sparkonto darstellt. Rückläufig präsentiert sich dagegen der Kommissionsertrag aus dem übrigen Dienstleistungsgeschäft, getrieben durch Mindereinnahmen bei den Kartenerträgen.

Abbildung 1 zeigt den historischen Verlauf des Geschäftsertrages der Bank Cler für die Geschäftsjahre 2015 bis 2017. Die Bank Cler konnte im betrachteten Zeitraum trotz eines schwierigen Marktumfeldes, getrieben durch das tiefe Zinsumfeld und zunehmende Konkurrenz, den Geschäftsertrag um über 5% erhöhen. Dabei hat das Zinsdifferenzgeschäft mit einem Wachstum von rund 12% den wesentlichsten Beitrag geliefert.

Geschäftsertrag

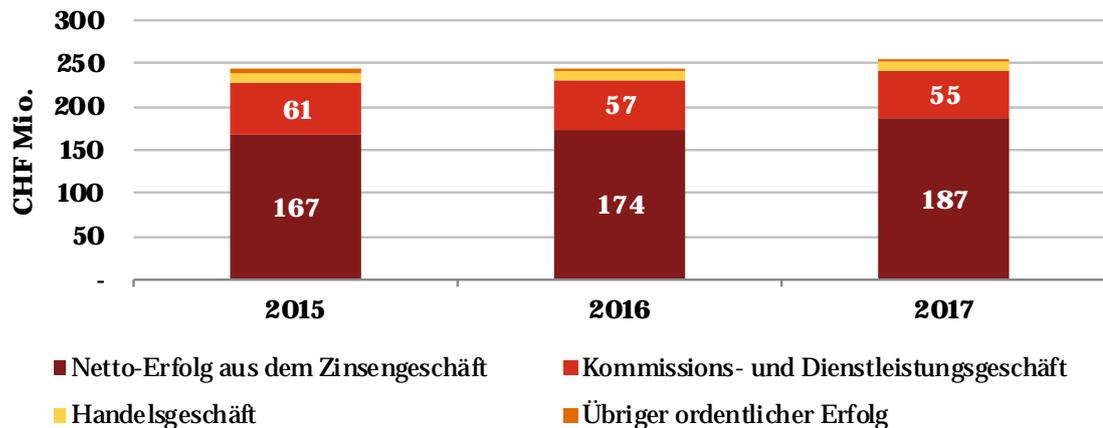


Abbildung 1: Historische Entwicklung des Geschäftsertrags (Quelle: Bank Cler)

Im ersten Halbjahr 2018 konnte der Geschäftsertrag im Vergleich zum Vorjahr nochmals leicht erhöht werden auf rund CHF 124 Mio. Massgeblich dazu beigetragen hat ein nochmals höheres Zinsergebnis, getrieben durch einen risikogerechten und ertragsorientierten Ausbau des Hypothekengeschäfts sowie einer weiteren Optimierung der Refinanzierungskosten. Das Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft lag leicht unter dem Vorjahr, weil politische und wirtschaftliche Unsicherheiten an den Märkten die Aktivitäten der Anleger bremsten. Im Vergleich zum Vorjahr konnte beim übrigen ordentlichen Erfolg ein um über CHF 1.0 Mio. besseres Ergebnis erwirtschaftet werden.

2.3.2 Geschäftsaufwand

Beim Geschäftsaufwand war das Geschäftsjahr 2017 geprägt von verschiedenen, einmaligen Ereignissen, was den Vergleich mit den Vorjahren schwierig macht. Der Namenswechsel von Bank Coop zu Bank Cler im Mai 2017 hat eine umfangreiche Marktoffensive notwendig gemacht, was sich in einem deutlich erhöhten Sachaufwand auswirkte. Des Weiteren hat sich die Bank Cler im Geschäftsjahr 2017 entschieden, die Pensionskasse mit einer einmaligen Zuweisung von über CHF 10 Mio. zu stärken, sowie den technischen Zinssatz zu senken. Dies war entsprechend mit einem höheren Personalaufwand verbunden.

Bereits im Geschäftsjahr 2016 wurde mit der Lancierung der ersten digitalen Finanzprodukte sowie der virtuellen Geschäftsstelle begonnen. Zusammen mit Investitionen im Rahmen des Hauptsitzumbaus am Aeschenplatz in Basel hat dies ebenfalls zu einer erhöhten Kostenstruktur geführt. Dies hat sich negativ auf die Profitabilität ausgewirkt, da die erwarteten positiven Effekte auf die Geschäftserträge durch die Modernisierung der Angebote der Bank Cler und der damit verbundenen Erschliessung neuer Kundensegmente erst in den Folgejahren erwartet werden können.

Abbildung 2 zeigt den historischen Verlauf des Geschäftsaufwands der Bank Cler für die Geschäftsjahre 2015 bis 2017 sowie die in den Jahren erwirtschaftete Cost-Income-Ratio (vor Abschreibungen sowie Wertberichtigungen, Rückstellungen und Verluste). Trotz des in der Vergangenheit erzielten Wachstums beim Geschäftsertrag konnte aufgrund der überproportionalen Zunahme des Geschäftsaufwands die Cost-Income-Ratio nicht reduziert werden. Insbesondere im Geschäftsjahr 2017 ist die Ratio durch Einmaleffekte stark nach oben verzerrt.

Geschäftsaufwand

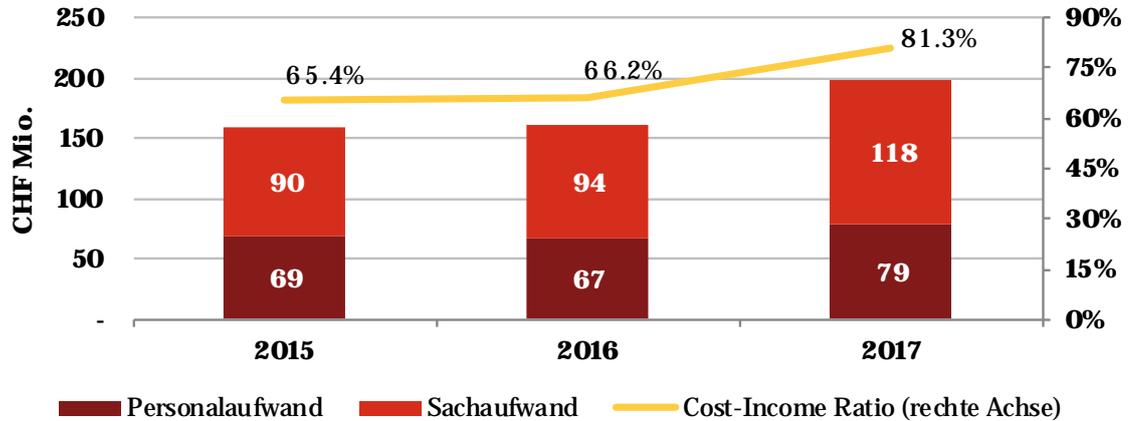


Abbildung 2: Historische Entwicklung des Geschäftsaufwands (Quelle: Bank Cler)

Der Geschäftsaufwand konnte im ersten Halbjahr 2018 im Vergleich zum Vorjahr markant reduziert werden auf knapp CHF 87 Mio. (Kostenreduktion von rund CHF 9 Mio. im Vergleich zum Halbjahr 2017). Haupttreiber dafür war der Wegfall der Kosten des Namenwechsels und der Neupositionierung der Bank Cler. Unverändert belasten jedoch die auf die Zukunft ausgerichteten Investitionen in die Digitalisierung und in die Erneuerung des Geschäftsstellennetzes den Sachaufwand weiter.

2.3.3 Vermögens- und Finanzlage

Mit Bezug auf die Bilanz konnte die Bank Cler im Geschäftsjahr 2017 die Bilanzsumme um beinahe CHF 630 Mio. auf CHF 17.5 Mrd. erhöhen. Das Wachstum war geprägt von höheren Kundenausleihungen und der Disposition der am Jahresende vorhandenen Liquidität. Davon wurde ein Teil auf dem Girokonto der Schweizer Nationalbank parkiert, was den unverändert hohen Bestand an flüssigen Mitteln von CHF 2 Mrd. erklärt. Der Rest wurde im Interbankenmarkt angelegt. Als Folge davon verfügte die Bank Cler per Ende 2017 über einen komfortablen Liquiditätspuffer, gemessen an der sogenannten Liquidity Coverage Ratio von 185.0%. Damit wurden per Ende 2017 die gesetzlichen Vorgaben deutlich übertroffen.

Bei den Kundenausleihungen verzeichnete die Bank Cler im Geschäftsjahr 2017 ein qualitatives Wachstum mit einem Anstieg bei den Hypothekarforderungen von rund CHF 556 Mio. Dieses fiel damit im Vergleich zum Vorjahr doppelt so stark aus und zeigt das nachhaltig hohe Vertrauen der Kundschaft in die Bank Cler. Aufgrund von marktbedingten Konditionenanpassungen während des ganzen Jahres bei tendenziell tieferen Konditionen in den kurz- und mittelfristigen Laufzeiten wurden von der Kundschaft primär Festhypotheken bevorzugt. Deren Anteil am gesamten Hypothekarbestand erhöhte sich deshalb nochmals leicht auf 92.0% (Geschäftsjahr 2016: 90.6%).

Die Verpflichtungen aus Kundeneinlagen folgten im Geschäftsjahr 2017 dem Trend des Vorjahres, was zu einem Bestand von CHF 12.0 Mrd. führte (Geschäftsjahr 2016: CHF 11.9 Mrd.). Die Veränderung setzte sich aus einem Zufluss bei den Sicht- und Festgeldern von rund CHF 190 Mio. und aus geringeren Verpflichtungen gegenüber Kundinnen und Kunden in Spar- und Anlageform von ca. CHF -104 Mio. zusammen.

Die Publikumsfelder, bestehend aus den Verpflichtungen aus Kundeneinlagen, den Kassenobligationen und den Anleihen und Pfandbriefdarlehen, konnten per Ende Geschäftsjahr 2017 um über CHF

650 Mio. auf einen Bestand von CHF 15.5 Mrd. gesteigert werden. Gleichzeitig erhöhte sich der Refinanzierungsgrad II auf einen neuen Höchstwert von 104.0% (Geschäftsjahr 2016: 102.4%).

Die ausgewiesenen eigenen Mittel per Ende Geschäftsjahr 2017 betragen rund CHF 1'180 Mio. (nach Gewinnverwendung), womit trotz eines herausfordernden Jahres eine Erhöhung resultierte (Geschäftsjahr 2016: CHF 1'166 Mio.). Die eigenen Mittel setzten sich dabei aus dem Aktienkapital von CHF 337.5 Mio., der Kapitalreserve von CHF 49.9 Mio., der Gewinnreserve von CHF 364.0 Mio. sowie Reserven für allgemeine Bankrisiken von CHF 428.3 Mio. zusammen.

Abbildung 3 zeigt den historischen Verlauf weiterer ausgewählter Bilanzkennzahlen der Bank Cler für die Geschäftsjahre 2015 bis 2017.

Bilanzkennzahlen Bank Cler	2015	2016	2017
Kundenausleihungen in % der Bilanzsumme	86.0%	86.0%	85.2%
Hypothekarforderungen in % der Kundenausleihungen	96.8%	97.0%	98.1%
Kundeneinlagen in % der Bilanzsumme	71.2%	70.4%	68.4%
Refinanzierungsgrad I (Kundengelder/Kundenausleihungen)	83.4%	82.3%	80.4%
Refinanzierungsgrad II (Publikumsgelder/Kundenausleihungen)	103.6%	102.4%	104.0%
Eigenkapitalquote	7.0%	7.1%	6.9%
Harte Kernkapitalquote (CET1-Quote)	16.3%	16.4%	16.3%
Kernkapitalquote (T1-Quote)	16.3%	16.4%	16.3%
Gesamtkapitalquote	16.3%	16.5%	16.3%

Abbildung 3: Historische Entwicklung ausgewählter Bilanzkennzahlen (Quelle: Bank Cler)

Im ersten Halbjahr 2018 hat sich die Bilanzsumme der Bank Cler weiter erhöht auf CHF 17.7 Mrd. Die Veränderung gegenüber Anfangs Jahr stammt dabei hauptsächlich von der weiteren Ausweitung auf der Ausleihungsseite (Zunahme des Hypothekarvolumens von rund CHF 329 Mio.). Gleichzeitig konnte im ersten Halbjahr 2018 der notwendige Liquiditätsbestand optimiert werden, indem der Saldo auf dem Girokonto der Schweizer Nationalbank reduziert wurde und somit weniger Negativzinsen bezahlt werden müssen. Schliesslich verfügte die Bank Cler per Ende Juni 2018 über ausgewiesene eigene Mittel von rund CHF 1'184 Mio. (ohne Berücksichtigung des laufenden Gewinns). Dabei wurden die Reserven für allgemeine Bankrisiken um über CHF 4 Mio. gestärkt.

2.4 Aktuelles Marktumfeld sowie Trends im Retail Banking

2.4.1 Wirtschaftsaussichten

Gemäss Analyse der Schweizer Nationalbank¹ expandierte die Weltwirtschaft im ersten Quartal 2018 solide, wobei das Wirtschaftswachstum in den USA und China kräftig und breit abgestützt war. In der Eurozone verlangsamte sich das Wachstum dagegen, was aber teilweise auf vorübergehende Faktoren wie Streiks und das kalte Wetter zurückzuführen war. Gemäss Schweizer Nationalbank bleiben die Konjunktursignale für die kommenden Monate günstig und es wird angenommen, dass die Weltwirtschaft weiterhin stärker wachsen wird als ihr geschätztes Potenzial.

In der Schweiz hat sich die wirtschaftliche Erholung fortgesetzt, so dass das BIP mit 2.3% schneller wuchs als das geschätzte Potenzial. Im Rahmen der guten Entwicklung hat sich die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten weiter verbessert und Unternehmen suchen deshalb verstärkt nach neuen Mitarbeitenden. Dadurch nahm die Beschäftigung in der Schweiz im ersten Quartal auf breiter Basis zu und die Arbeitslosenquote ging weiter zurück. Die von der Schweizer

¹ Quelle: Schweizer Nationalbank, Mediengespräch vom 21. Juni 2018

Nationalbank analysierten vorlaufenden Indikatoren deuten auf eine Fortsetzung der Konjunkturerholung hin. Dies wurde zudem gestützt durch Erkenntnisse aus geführten Unternehmensgesprächen. Die Schweizer Nationalbank rechnet für das Jahr 2018 mit einem BIP-Wachstum von 2% sowie einer Verringerung der Arbeitslosenquote.

2.4.2 Monetäre Rahmenbedingungen

Der Wert des Schweizer Frankens hat gegenüber dem Euro und US-Dollar im letzten halben Jahr geschwankt, wobei sich beide Wechselkurse aktuell wieder ungefähr auf dem Niveau von Dezember 2017 bewegen. Entsprechend ist der Franken gemäss Einschätzung der Schweizer Nationalbank immer noch hoch bewertet und die zum Teil ausgeprägten Bewegungen auf den Devisenmärkten verdeutlichen, dass die Lage fragil bleibt und der Schweizer Franken bei erhöhter Unsicherheit weiterhin als sicherer Hafen gesucht wird.

In der Schweiz bestimmt die Wechselkurssituation zusammen mit dem Zinsniveau die geldpolitischen Bedingungen. Seit Ende 2017 haben sich die kurzfristigen Zinsen praktisch nicht verändert und liegen nahe bei -0.75%. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stieg Anfangs 2018 zunächst über die Nullprozentmarke, sank aber im Rahmen der Unsicherheit in Italien Ende Mai wieder unter null.

Die kurzfristigen Inflationserwartungen in der Schweiz sind im ersten Halbjahr 2018 leicht angestiegen. Haushalte und Unternehmen erwarten kurzfristig jedoch immer noch eine jährliche Inflationsrate von knapp 1%. Auch langfristig liegen die Inflationserwartungen bei jährlich gut 1%.

Vor dem Hintergrund der gemachten Analysen beurteilt die Schweizer Nationalbank die expansive Geldpolitik mit dem Negativzins und der Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, als weiterhin angebracht. Dadurch soll die Erholung der Wirtschaft unterstützt und die Preisstabilität gewährleistet werden. Somit beträgt der Zins auf Sichteinlagen der Banken bei der Schweizer Nationalbank weiterhin -0.75% und das Zielband für den Dreimonats-Libor bleibt unverändert zwischen -1.25% und -0.25%.

2.4.3 Trends im Retail Banking

Eine von der Hochschule Luzern durchgeführte Umfrage bei Geschäftsleitungsmitgliedern sowie eine Studie von IFBC haben für das Retail Banking in der Schweiz eine herausfordernde Zukunft skizziert: Der sich weiter verstärkende Wettbewerb, erhöhter Margendruck infolge sinkender Kundenloyalität und höherer Preissensitivität, abnehmende Bautätigkeit und kontinuierlich komplexer werdende regulatorische Anforderungen werden als zentrale Herausforderungen für das Schweizer Retail Banking gesehen. Gleichzeitig sind die Banken jedoch gezwungen, höhere Investitionen zu tätigen, um die Digitalisierung der Geschäftsmodelle weiter voranzutreiben. Die Kombination dieser Faktoren erhöht damit den Druck auf die Ertragskraft von Schweizer Retail Banken auch in Zukunft weiter.

Die Hochschule Luzern weist jedoch auch darauf hin, dass es durch die technologischen Veränderungen Chancen gibt, um Kosten zu senken und Erträge durch neue Geschäftsmodelle zu steigern. Dies wird auch durch die Mehrheit der an der Umfrage teilnehmenden Bankenvertreterinnen und -vertreter gestützt, welche davon ausgehen, dass Kunden ihre Bankgeschäfte immer mehr selbst tätigen wollen, was wiederum kosteneffiziente Self-Service-Angebote zulässt. Ausserdem wird auch eine abnehmende Wertschöpfungstiefe erwartet, was ebenfalls zu Kostensenkungen führen sollte. Durch die Digitalisierung der Geschäftsmodelle, der immer stärkeren Nutzung von mobilen Geräten sowie der steigenden Bereitschaft der Kunden, ihre Daten zur Verfügung zu stellen, dürften sich neue Ertragspotenziale für Schweizer Retail Banken ergeben.

2.5 Erläuterungen zur finanziellen Planung der Bank Cler

Die Bewertung anhand der DDM-Methode basiert auf der vom Verwaltungsrat im November 2017 genehmigten Planung 2018 – 2021. Die Planung wurde unter Berücksichtigung der strategischen Prioritäten, des aktuellen Marktumfeldes sowie der Trends im Retail Banking mit der Bank Cler diskutiert. Aufgrund neuer Erkenntnisse wurde die Planung in Absprache mit dem Management angepasst, wobei die nachfolgenden Anpassungen wesentlich sind:

- Für das Jahr 2018 wurde die Planung durch eine aktuelle Hochrechnung ersetzt. Dadurch hat sich der Geschäftserfolg für das gesamte Geschäftsjahr um rund CHF 5 Mio. erhöht.
- Aufgrund der aktuellen Geschäftsentwicklung und den daraus abgeleiteten neuen Erkenntnissen wurde das Planjahr 2019 aktualisiert. Dies hat zu einer Erhöhung des Geschäftserfolges von rund CHF 1 Mio. geführt.
- Die Planung basierte auf der Annahme, dass im Jahr 2018 eine Additional Tier-1 Anleihe platziert werden soll. Aus einer bewertungstechnischen sowie regulatorischen Sicht ist die Aufnahme dieser Anleihe jedoch nicht zwingend notwendig. Die Planung wurde deshalb entsprechend angepasst, was zu einer jährlichen Erhöhung des Geschäftserfolgs von über CHF 3 Mio. geführt hat.
- In der Planung wurden die angestrebten Kosteneinsparungen durch Prozesseffizienz und -harmonisierung noch nicht quantitativ erfasst. Gemäss aktueller Einschätzung des Managements können die Kosten langfristig um jährlich rund CHF 5 Mio. reduziert werden.

Nachfolgend werden weitere wesentliche Annahmen im Zusammenhang mit der Planung der Bank Cler beschrieben:

- Beim Netto-Erfolg aus dem Zinsengeschäft wird für die Jahre 2018 bis 2021 von einem durchschnittlichen, jährlichen Wachstum von 0.6% ausgegangen.
- Beim Erfolg aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft wird für die Jahre 2018 bis 2021 von einem durchschnittlichen, jährlichen Wachstum von 3.3% ausgegangen.
- Beim Erfolg aus dem Handelsgeschäft wird für die Jahre 2018 bis 2021 von einem durchschnittlichen, jährlichen Wachstum von 1.8% ausgegangen.
- Sowohl Beteiligungserträge als auch der Liegenschaftserfolg sind in der Planung als Teil des übrigen ordentlichen Erfolges bereits berücksichtigt.
- Die durchschnittliche Cost-Income Ratio der Jahre 2018 bis 2021 beträgt 67.6%. Nachhaltig wurde mit einer Cost-Income von rund 64.0% gerechnet, was somit unter der Zielvorgabe des Verwaltungsrates von 66.0% liegt.
- Die Berechnung der ausschüttbaren Dividenden basiert auf der Annahme einer Gesamtkapitalquote von 14.8%, was der internen, vom Verwaltungsrat verabschiedeten, quantitativen Vorgabe für den unteren Schwellenwert entspricht. Die regulatorische Mindestgrösse hinsichtlich der Eigenmittelunterlegung für die Bank Cler beträgt rund 13.3% (12.0% gemäss Eigenmittelverordnung plus Zuschlag von 1.3% für antizyklischen Kapitalpuffer).

Die aktuelle Gesamtkapitalquote der Bank Cler liegt bei rund 16.3%. Eine Analyse von vergleichbaren kotierten Regional- und Handelsbanken respektive Kantonalbanken zeigt, dass

die Bank Cler damit im unteren Viertel liegt (1. Quartil: 16.6%) und andere vergleichbare kотиerte Retail Banken in der Schweiz über eine im Vergleich deutlich höhere Gesamtkapitalquote verfügen (3. Quartil: 18.5%) (vgl. Anhang 1). Somit kann es als marktüblich angesehen werden, dass Retail Banken in der Schweiz über Gesamtkapitalquoten verfügen, die zum Teil deutlich über den regulatorischen Vorgaben liegen. Dadurch soll unter anderem sichergestellt werden, dass eine Bank über einen genügend grossen Eigenmittel-Puffer verfügt, um strategische Stossrichtungen wie z.B. Wachstum entsprechend umsetzen zu können und bei einer allfälligen Verschärfung der geforderten Eigenmittel unter Basel IV eine entsprechend gute Ausgangsposition zu haben. Zudem ist eine solide Eigenmittelausstattung auch ein wichtiger Wettbewerbsfaktor für die Banken, um von Kunden als stabile Institution, bei welcher die Kundengelder sicher angelegt sind, wahrgenommen zu werden.

Vor dem Hintergrund der strategischen Wachstumsziele der Bank Cler sowie dem Vergleich der effektiven Kapitalquote der Bank Cler mit weiteren Banken erachten wir die Verwendung des vom Verwaltungsrats festgelegten unteren Schwellenwertes von 14.8% für die Bewertung der Bank Cler als angemessen.

- Für die Berechnung der Gewinnsteuern wurde in Absprache mit dem Management ein Steuersatz von 24.0% verwendet.
- Zwischen der Anbieterin und der Bank Cler bestehen ferner zwei Rahmenverträge, die eine verstärkte Zusammenarbeit der Anbieterin und der Bank Cler durch die Zusammenlegung verschiedener Funktionen und Prozesse in gemeinsamen Infrastruktur- und Geschäftsbereichen vorsehen. Die einzelnen Dienstleistungen werden in Dienstleistungsvereinbarungen (Service Level Agreements) geregelt.

Die Rahmenverträge und die Service Level Agreements werden laufend im Rahmen von ordentlichen internen Prozessen überprüft. Damit wird sichergestellt, dass diese den Anforderungen internationaler Standards, des Regulators sowie den Gesetzen und aktuellen Marktgegebenheiten genügen. Verbesserungsmöglichkeiten werden entsprechend laufend umgesetzt.

Die Bank Cler hat PwC im 1. Quartal 2018 beauftragt, eine vertiefte Überprüfung der Sourcing-Dienstleistungen zwischen der Anbieterin und der Bank Cler vorzunehmen. Die Überprüfung umfasste die Analyse sowie die Beurteilung der aktuellen Rahmenverträge und dreier spezifischer Service Level Agreements. Dabei wurden mögliche Verbesserungsmöglichkeiten aufgezeigt. Diese Verbesserungsmöglichkeiten betreffen im Wesentlichen die Prozesse und die Kommunikation bei der periodischen Überprüfung der Leistungen, sind aber aus monetärer Sicht insgesamt unwesentlich. Somit halten sowohl die Rahmenverträge als auch die untersuchten drei Service Level Agreements einem Fremdvergleich unter unabhängigen Dritten stand und führen zu keinen Gewinnverschiebungen im Konzern. Vor diesem Hintergrund waren für die Erstellung der Fairness Opinion in diesem Zusammenhang keine Anpassungen in der Planung notwendig.

3 Wertüberlegungen Bank Cler

Zur Ermittlung des Wertes der Bank Cler wurden Bewertungen mittels der folgenden Methoden durchgeführt:

- DDM-Methode; sowie
- Marktbewertung mittels der Analyse vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie Analyse vergleichbarer Transaktionen.

Unsere Überlegungen zur Bestimmung des Eigenkapitalwertes der Bank Cler sowie des Wertes pro Inhaberaktie der Bank Cler basieren primär auf den Resultaten der DDM-Methode. Die Marktbewertung bezweckte die Überprüfung und Validierung der Resultate dieser Methode.

3.1 Dividend Discount Model

3.1.1 Theoretische Grundlagen

Die DDM-Methode bestimmt den Barwert eines Unternehmens, indem die theoretisch maximal erwarteten künftigen Dividendenausschüttungen des Unternehmens mit den Eigenkapitalkosten („Cost of Equity“ oder „CoE“) diskontiert werden, wobei letztere mit Hilfe des so genannten Capital Asset Pricing Model („CAPM“) bestimmt werden.

Die theoretisch maximal ausschüttbaren künftigen Dividenden für Banken ergeben sich vor dem Hintergrund einer regulatorisch/aufsichtsrechtlich geforderten oder finanzstrategisch gewählten Zielkapitalisierung unter Basel III und werden somit wie folgt berechnet: Gewinn vor Steuern gemäss Planung, zu- oder abzüglich dem Refinanzierungsaufwand vor Steuern bei Ausschüttung bzw. Zuführung von Eigenkapital, abzüglich der Steuern, abzüglich der zur Erreichung der Zielkapitalisierung erforderlichen Thesaurierung des erwirtschafteten Jahresgewinns oder zuzüglich einer möglichen Ausschüttung von nicht benötigten Eigenmitteln.

Daraus resultieren die entziehbaren Jahresüberschüsse bzw. -fehlbeträge. Entsprechend sind die (hypothetischen) Dividenden nicht auf die Jahresgewinne begrenzt, sondern können diese übersteigen, falls Überschusskapital aus regulatorischer Sicht nach Basel III vorliegt.

Für die Bewertung ist unerheblich, ob die ermittelten maximal ausschüttbaren Dividenden (maximal 100% des Jahresüberschusses) tatsächlich ausgeschüttet oder aber thesauriert werden. Die Jahresüberschüsse werden dann mit dem von uns ermittelten Eigenkapitalkostensatz diskontiert.

Die Berechnung des Residualwertes basiert auf der Kapitalisierung des nachhaltigen Jahresüberschusses mit dem Eigenkapitalkostensatz abzüglich der langfristig unterstellten jährlichen Wachstumsrate. Diese Berechnung basiert auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit und berücksichtigt eine ewige, der langfristig erwarteten Inflationsrate entsprechende Wachstumsrate.

Um den Wert des Unternehmens zu erhalten, wird dann die Summe aus den diskontierten zukünftigen Jahresüberschüssen der Detailplanungsperiode und dem Endwert gebildet.

3.1.2 Anwendung der DDM-Methode

Für die Bewertung der Bank Cler basierend auf der DDM-Methode wurden die zukünftigen maximal ausschüttbaren Dividenden für die explizite Planungsperiode (2018 bis 2021) geschätzt. Diese basieren auf der im Abschnitt 2.5 beschriebenen Finanzplanung und den entsprechenden Annahmen.

Der Residualwert, welcher auf der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit basiert, enthält alle frei ausschüttbaren Dividenden ab dem Geschäftsjahr 2022ff. Der Residualwert wurde dabei auf Basis der nachfolgenden Annahmen berechnet.

Es wird eine nachhaltige jährliche Wachstumsrate von 1.0% unterstellt. Diese ergibt sich aufgrund der langfristig erwarteten Inflationsrate in der Schweiz gemäss Schätzungen des Internationalen Währungsfonds. Ausgangspunkt für die Ableitung der ewigen frei ausschüttbaren Dividende bildet der Betriebsertrag des letzten Planjahres 2021, welcher um die ewige jährliche Wachstumsrate von 1.0% erhöht wurde. Zudem wurde der Geschäftsaufwand um die ewige jährliche Wachstumsrate erhöht.

Im Weiteren wurde von der Annahme ausgegangen, dass sich die nachhaltigen Abschreibungen und Investitionen entsprechen.

Um den Barwert der zukünftig frei ausschüttbaren Dividenden sowie des Residualwertes zu erhalten, wurden diese mit den Eigenkapitalkosten diskontiert. Die abgeleiteten Eigenkapitalkosten für die Bank Cler wurden auf rund 6.5% geschätzt (vgl. Anhang 3).

Nachfolgend werden die einzelnen Parameter für die Herleitung der Eigenkapitalkosten kurz beschrieben:

Risikoloser Zinssatz

Der risikolose Zinssatz entspricht der Rendite einer Schweizer Staatsanleihe in CHF mit einer Laufzeit von 15 Jahren. Auf dieser Basis wurde ein risikoloser Zinssatz zum Bewertungsstichtag in der Höhe von rund 0.2% hergeleitet.²

Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie für entwickelte Aktienmärkte per 30. Juni 2018 von 5.8% basiert auf PwC Berechnungen zur impliziten Marktrisikoprämie und unter Berücksichtigung von Prämien, die von Damodaran und weiteren führenden Bewertungsfachleuten verwendet werden, sowie in Anlehnung an den Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft („FAUB“) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. („IdW“).

Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen

Die Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen reflektiert die erhöhten Risiko- und Renditeerwartungen, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmungen verbunden sind. Sie berechnet sich als die Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen Rendite tiefer kapitalisierter Unternehmen und der für diese Firma mittels CAPM geschätzten Rendite.

Die in unserer Analyse angewandte Prämie von 2.4% basiert auf einer jährlichen Studie von Duff & Phelps (Valuation Handbook 2017) sowie eigenen Analysen.

² Quelle: Schweizer Nationalbank, Renditeanalyse per 30. Juni 2018.

Beta

Das Beta wurde anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen im Retail Banking Segment hergeleitet. Das abgeleitete Beta beträgt 0.67. Detaillierte Angaben zu den Beta-Werten der Vergleichsunternehmen sowie zum verwendeten Industrie-Vergleichswert sind im Anhang 2 aufgeführt.³

Abbildung 4: Übersicht der Eigenkapitalkosten-Parameter (PwC Analysen)

Die Summe der Barwerte aller frei ausschüttbaren Dividenden der expliziten Planungsperiode sowie des Residualwerts ergibt einen Eigenkapitalwert für die Bank Cler in der Höhe von rund CHF 877 Mio. Dieser resultierende Eigenkapitalwert beinhaltet auch nicht operative Vermögenswerte von rund CHF 100 Mio. (überschüssige Eigenmittel und Arbeitgeberbeitragsreserve).

Um die Bewertungsergebnisse der DDM-Methode zu plausibilisieren, wurden Sensitivitätsanalysen mittels der Variation der wesentlichen Werttreiber des Geschäftsmodells der Bank Cler durchgeführt. Als wesentliche Werttreiber der Bank Cler lassen sich die angenommene Gesamtkapitalquote, die nachhaltige Wachstumsrate, die nachhaltige Cost-Income-Ratio sowie die Eigenkapitalkosten identifizieren. Die nachfolgende Tabelle fasst die wichtigsten Erkenntnisse aus den Sensitivitätsanalysen zusammen.

Sensitivitätsanalyse					
Veränderung Eigenkapitalkosten	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
Veränderung des Aktienwertes	3.8%	1.9%	0.0%	-1.8%	-3.5%
Veränderung nachhaltige Wachstumsrate	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
Veränderung des Aktienwertes	0.9%	0.5%	0.0%	-0.5%	-1.0%
Veränderung regulatorische Gesamtkapitalquote	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
Veränderung des Aktienwertes	2.1%	1.1%	0.0%	-1.1%	-2.1%
Veränderung nachhaltige Cost-Income Ratio	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
Veränderung des Aktienwertes	0.7%	0.3%	0.0%	-0.3%	-0.7%

Abbildung 4: Sensitivitätsanalysen DDM-Methode (Quelle: PwC Analysen)

Basierend auf der DDM-Bewertung sowie den durchgeführten Sensitivitätsanalysen ergibt sich damit für den Eigenkapitalwert der Bank Cler eine Wertbandbreite von CHF 827 Mio. bis CHF 929 Mio. Bei insgesamt 16'875'000⁴ ausstehenden Inhaberaktien per 30. Juni 2018 resultiert basierend auf der DDM-Bewertung eine als fair zu bezeichnende Wertbandbreite von CHF 49 bis CHF 55 pro Inhaberaktie der Bank Cler.

Die mittels DDM-Methode hergeleitete Wertbandbreite von CHF 49 bis CHF 55 pro Inhaberaktie der Bank Cler liegt unter dem Buchwert von rund CHF 71 pro Inhaberaktie der Bank Cler per 30. Juni 2018. Der Hauptgrund dafür dürfte in der Tatsache begründet liegen, dass zumindest ein Teil der vorhandenen Eigenmittel der Bank Cler in einer Form angelegt wird, welche die im Rahmen der DDM-Methode unterstellten Eigenkapitalkosten von 6.5% nicht erfüllen kann. Dies widerspiegelt sich unter anderem an der erwirtschafteten Eigenkapitalrendite der Bank Cler im Jahr 2017 von 3.2% vor respektive 4.6% nach Bereinigung von Sondereffekten, wobei der Median der Eigenkapitalrenditen bei vergleichbaren kotierten Gesellschaften (vor Bereinigung von Sondereffekten) im Jahr 2017 ebenfalls bei lediglich 5.6% lag (vgl. Anhang 4). Die Analyse von vergleichbaren kotierten Retail Banken in der Schweiz zeigt zudem, dass sämtliche Regional- und Handelsbanken einen Marktwert haben, der tiefer ist als deren Buchwert (vgl. Anhang 5).

³ Quelle der Betas der Vergleichsunternehmen: Capital IQ, per 30. Juni 2018.

⁴ Die Bank Cler hält per 30. Juni 2018 total 6'779 eigene Aktien. Diese Aktien sind jedoch im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen gebunden und stellen somit keinen Vermögenswert der Bank Cler dar. Deshalb wurden die eigenen Aktien bei der Bestimmung des Werts pro Aktie nicht von der Gesamtzahl an Aktien abgezogen.

3.2 Marktbewertung

Die Ergebnisse aus der DDM-Methode werden anhand der Marktbewertungsmethode plausibilisiert. Letztere beinhaltet die Analyse von Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Banken (sogenannte „Trading Multiples“) sowie die Analyse vergleichbarer Transaktionen (sogenannte „Transaction Multiples“) mit ähnlichen Banken in jüngster Vergangenheit.

Bei der Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen wird der Marktwert des kotierten Unternehmens basierend auf dem Eigenkapital (Marktkapitalisierung) ins Verhältnis zu diversen finanziellen Kenngrössen der jeweiligen Unternehmen gesetzt. Die resultierenden Multiplikatoren werden anschliessend auf die entsprechenden Finanzkennzahlen der Bank Cler angewendet, um den hypothetischen Marktwert der Bank Cler zu erhalten.

Als Vergleichsunternehmen wurden in der Schweiz kotierte Unternehmen herangezogen, welche wie die Bank Cler schwergewichtig in der Retail Banking Branche tätig sind (vgl. Anhang 5). Aufgrund der eingeschränkten Liquidität der Vergleichsunternehmen ist die Aussagekraft jedoch beschränkt.

Für die einzelnen kotierten Vergleichsunternehmen wurden die jeweiligen Multiplikatoren berechnet. Dabei haben wir uns auf Analysen von Multiplikatoren konzentriert, bei denen die Marktkapitalisierung ins Verhältnis zum Bruttogewinn, Reingewinn und Buchwert gesetzt wird. Der Medianwert dieser Multiplikatoren wurde anschliessend auf die entsprechenden bereinigten Finanzkennzahlen der Bank Cler angewendet.

Ergänzend zur Marktbewertung anhand von vergleichbaren kotierten Unternehmen wurde eine Analyse von vergleichbaren Transaktionen im Retail Banking in der Schweiz für die letzten drei Jahre durchgeführt.

Dabei ist zu beachten, dass im Unterschied zu den Multiplikatoren anhand kotierter Vergleichsunternehmen Transaktions-Multiplikatoren durch bezahlte Prämien für die Übernahme einer Kontrollmehrheit bzw. durch Abschläge im Falle von forcierten Verkäufen bei Restrukturierungen verzerrt sein können. Deshalb kann die Aussagekraft der verfügbaren Transaktionen und daraus abgeleiteten Multiplikatoren eingeschränkt sein. Ausserdem ist anzufügen, dass historisch vergleichbare Transaktionen nicht zwingend die aktuellen Bewertungsverhältnisse an den Kapitalmärkten reflektieren, was die Aussagekraft im aktuellen Umfeld ebenfalls relativieren kann.

Basierend auf unseren Analysen anhand von Daten aus Mergermarket und Capital IQ konnten wir keine Transaktionen im Schweizer Retail Banking identifizieren. Sämtliche Transaktionen im Bankenbereich in der Schweiz waren im Private Banking Bereich oder es handelte sich um Bankenzusammenschlüsse im Retail Banking, für die keine Transaktionspreise verfügbar sind und somit keine Multiplikatoren berechnet werden konnten.

Bei den Trading Multiples erachten wir die Aussagekraft des Bruttogewinn Multiplikators als am grössten. Grund dafür ist, dass der Bruttogewinn Multiplikator der unterschiedlichen Profitabilität der Vergleichsunternehmen Rechnung trägt, dabei aber im Vergleich zum Reingewinn Multiplikator nicht verzerrt wird durch unterschiedliche Abschreibungspraktiken, Effekte aus nicht-operativen Erträgen/Kosten sowie durch ausserordentliche Geschäftseinflüsse. Des Weiteren können auch Steuern eine verzerrende Wirkung haben, was die Vergleichbarkeit ebenfalls limitiert. Beim Buchwert Multiplikator wird der unterschiedlichen Profitabilität nicht Rechnung getragen. Zudem können stille Reserven, z.B. durch unterschiedliche Abschreibungs- und Bilanzbewertungspraktiken eine stark verzerrende Wirkung haben. Gleiches gilt auch für mögliche, unterschiedliche bankinterne Vorgaben hinsichtlich Gewinnthesaurierung respektive Gewinnausschüttung.

Abbildung 5 fasst die Ergebnisse der Marktbewertung zusammen. Basierend auf der Bewertung anhand der Multiplikatoren kann die mittels der DDM-Bewertung hergeleitete Wertbandbreite von CHF 49 bis CHF 55 pro Inhaberaktie der Bank Cler hinreichend plausibilisiert werden.

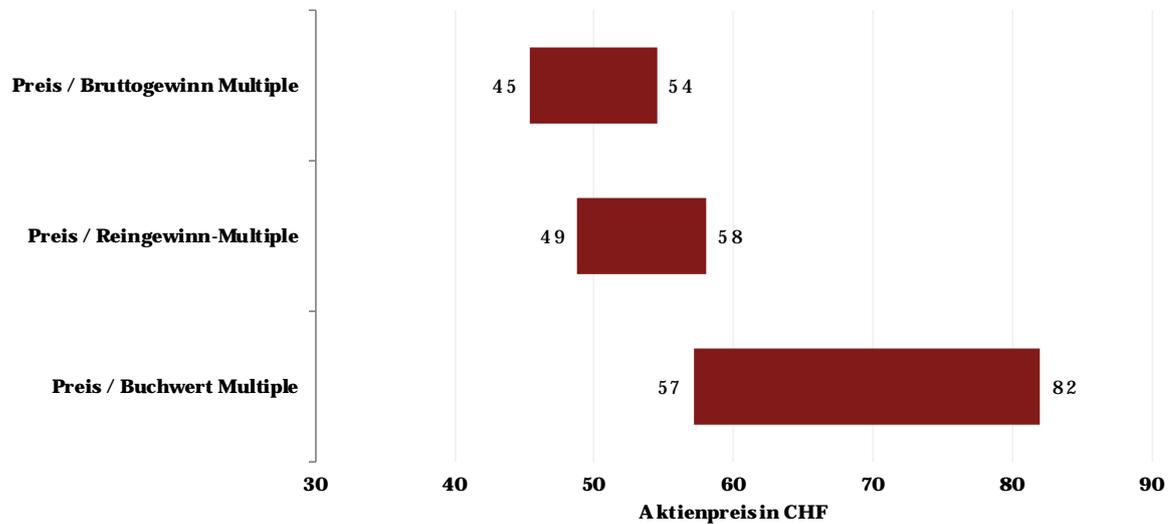


Abbildung 5: Ergebnisse aus Marktbewertung (Quelle: PwC Analysen)

Wie bereits erläutert, wird beim Buchwert Multiplikator der unterschiedlichen Profitabilität nicht Rechnung getragen. Die Analyse der Cost-Income Ratio von vergleichbaren kotierten Banken im Jahr 2017 zeigt, dass die Bank Cler mit 81.3% vor respektive 67.2% nach Bereinigung von Sondereffekten die höchste Cost-Income Ratio ausweist (Median: 56.1%) (vgl. Anhang 6). Aufgrund der höheren Profitabilität werden die Vergleichsbanken tendenziell zu einem höheren Multiplikator gehandelt, was dazu führt, dass die Bewertung anhand des Buchwert Multiplikators über derjenigen der anderen Multiplikatoren sowie der DDM-Methode liegt. Die grosse Bandbreite der Bewertung anhand des Buchwert Multiplikators kann zumindest teilweise auf die grossen Unterschiede bei der Profitabilität der Vergleichsunternehmen zurückgeführt werden (Differenz zwischen tiefster und höchster Cost-Income Ratio ist rund 36%).

4 Analyse des Aktienkurses und des Handelsvolumens

Der im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots der Basler Kantonalbank offerierte Preis von CHF 52.00 pro Inhaberaktie der Bank Cler liegt 25.6% über dem Schlusskurs von CHF 41.40 pro Inhaberaktie per 19. Juni 2018 (Tag vor der Voranmeldung) und 22.9% über dem volumengewichteten Durchschnittskurs der Bank Cler-Aktie während der letzten 60 Handelstage vor der Voranmeldung (CHF 42.30 pro Inhaberaktie der Bank Cler).

Während den 60 Handelstagen wurde die Bank Cler-Aktie täglich gehandelt, wobei sich der Preis 10mal nicht geändert hat (16.7% der Zeit), 24mal im Wert fiel (40.0% der Zeit) und 26mal anstieg (43.3% der Zeit). Die nachfolgende Grafik zeigt den historischen Verlauf des Aktienkurses und das tägliche Handelsvolumen für den Zeitraum von 60 Handelstagen vor der Voranmeldung am 20. Juni 2018.

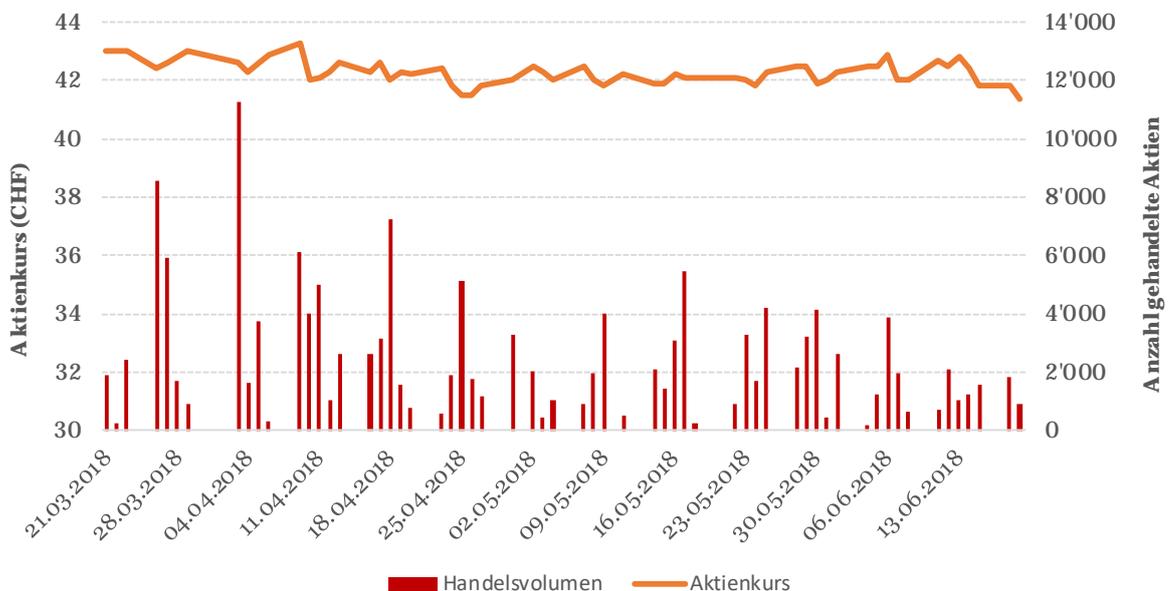


Abbildung 6: Aktienkurs und Handelsvolumen (Quelle: Capital IQ)

Zur Beurteilung der Aussagekraft des Aktienkurses der Bank Cler wurde analysiert, ob die Aktien liquid sind. Dazu haben wir uns auf die Vorgaben des UEK-Rundschreiben Nr. 2 «Liquidität im Sinn des Übernahmerechts» abgestützt. Gemäss UEK-Rundschreiben ist ein Beteiligungspapier, das nicht dem SLI Swiss Leader Index angehört, liquid im Sinne von Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA, 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 ist.

Basierend auf unseren Analysen ist das im UEK-Rundschreiben definierte Kriterium lediglich in 9 von 12 Monaten erfüllt und die Liquidität im Sinne des Übernahmerechts nicht gegeben. Aus diesem Grund erachten wir die Aussagekraft der Preis- und Volumenanalyse als limitiert.

5 Zusammenfassung

Die nachfolgende Grafik fasst die Ergebnisse der Wertüberlegungen sowie der Analyse des Aktienkurses zusammen.

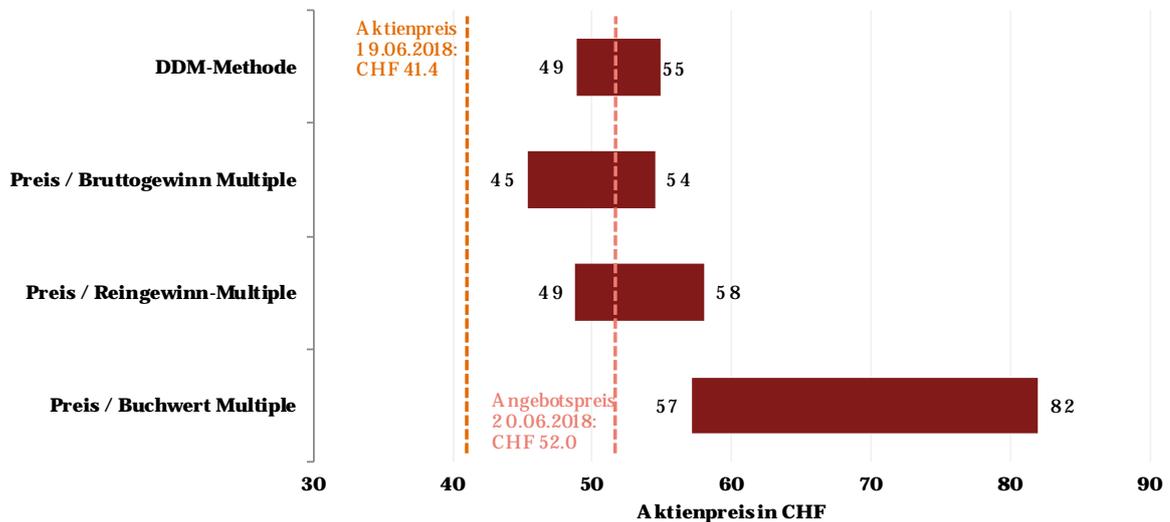


Abbildung 7: Zusammenfassung der Ergebnisse (Quelle: PwC Analysen)

Basierend auf den in der vorliegenden Fairness Opinion dargestellten Bewertungsanalysen und Wertüberlegungen ergibt sich für das Eigenkapital der Bank Cler eine Wertbandbreite von CHF 827 Mio. bis CHF 929 Mio. Bei insgesamt 16'875'000 ausstehenden Inhaberaktien per 30. Juni 2018 resultiert damit eine Wertbandbreite von CHF 49 bis CHF 55 pro Inhaberaktie der Bank Cler. Diese Werte basieren auf der mittels der DDM-Methode ermittelten Wertbandbreite unter Berücksichtigung der verschiedenen durchgeführten Sensitivitätsanalysen.

Die Ergebnisse der DDM-Berechnungen wurden mittels der Resultate aus der Marktbewertung überprüft und konnten hinreichend plausibilisiert werden, wobei die Aussagekraft der Marktbewertung teilweise limitiert ist.

Gestützt auf die dargelegten Analysen beurteilen wir den im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots der Basler Kantonalbank offerierten Preis von CHF 52.00 pro Inhaberaktie der Bank Cler mit einem Nennwert von CHF 20.00 aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Die vorliegende Fairness Opinion basiert auf Arbeiten und Analysen, welche im Rahmen unseres Auftrages bis zu dessen Abschluss am 31. Juli 2018 durchgeführt wurden.

PricewaterhouseCoopers AG

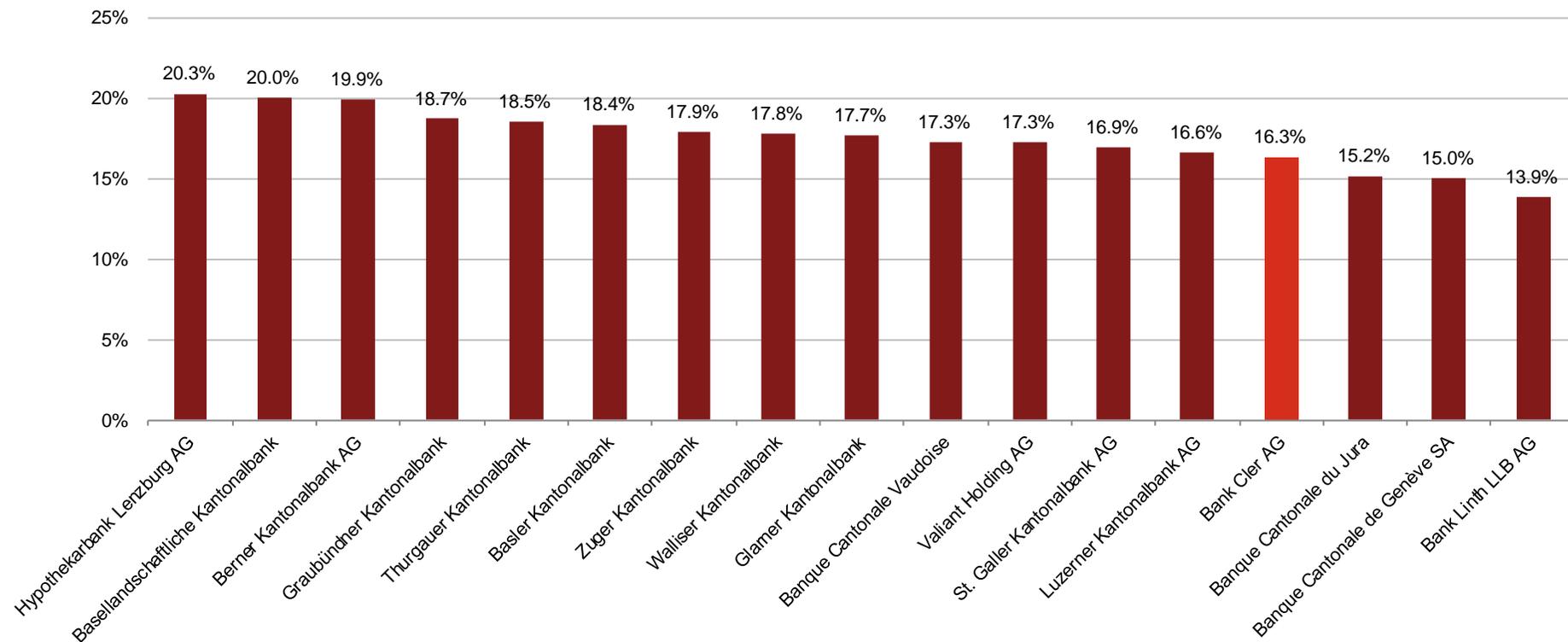
Dr. Marc Schmidli, CFA
Partner

Martin Schilling
Director

6 Anhang

Anhang 1: Analyse der Gesamtkapitalquote

Gesamtkapitalquote im Vergleich



Quelle: Geschäftsberichte und Capital IQ per 31. Dezember 2017

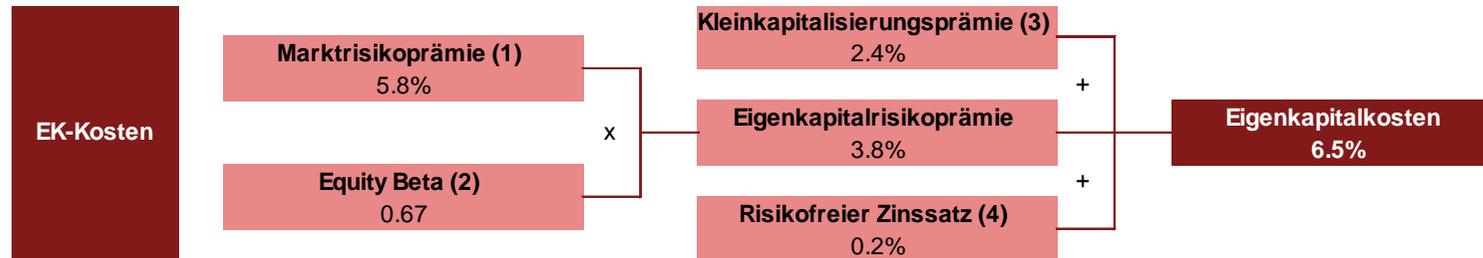
Anhang 2: Analyse von Beta

Name des Vergleichsunternehmens	Regressionswährung	Beta	t-Wert Beta	Regressionspunkte	Liquidität des Titels	Konklusion
Regional- und Handelsbanken Schweiz						
Bank Cler AG	CHF	0.31	1.68	60	Nicht liquid	Ausschluss
Bank Linth LLB AG	CHF	0.13	1.00	60	Nicht liquid	Ausschluss
Hypothekarbank Lenzburg AG	CHF	(0.08)	(1.00)	60	Nicht liquid	Ausschluss
Valiant Holding AG	CHF	0.25	1.11	60	Liquid	Ausschluss
Kantonalbanken Schweiz						
Banque Cantonale de Genève SA	CHF	0.34	1.12	16	Nicht liquid	Ausschluss
Banque Cantonale du Jura	CHF	0.65	1.82	13	Nicht liquid	Ausschluss
Banque Cantonale Vaudoise	CHF	0.35	2.90	60	Liquid	Einschluss
Basellandschaftliche Kantonalbank	CHF	0.05	0.84	60	Nicht liquid	Ausschluss
Basler Kantonalbank	CHF	0.26	1.53	60	Nicht liquid	Ausschluss
Berner Kantonalbank AG	CHF	0.24	2.07	60	Nicht liquid	Ausschluss
Glarner Kantonalbank	CHF	0.06	0.44	48	Liquid	Ausschluss
Graubündner Kantonalbank	CHF	0.03	0.23	60	Nicht liquid	Ausschluss
Luzerner Kantonalbank AG	CHF	0.11	1.23	60	Nicht liquid	Ausschluss
St. Galler Kantonalbank AG	CHF	0.16	1.26	60	Liquid	Ausschluss
Thurgauer Kantonalbank	CHF	0.01	0.13	50	Nicht liquid	Ausschluss
Walliser Kantonalbank	CHF	0.28	0.91	29	Nicht liquid	Ausschluss
Zuger Kantonalbank	CHF	0.11	1.13	60	Nicht liquid	Ausschluss
Beta Median (nur eingeschlossene Peers)		0.35				Nicht aussagekräftig
Beta gewählt (Industrieanalyse Europäische Regionalbanken)		0.67				

Die Beta-Analyse wurde in einem ersten Schritt basierend auf kotierten Schweizer Retail Banken durchgeführt. Dabei wurde unter anderem auch beurteilt, ob die Ergebnisse statistisch signifikant sind (basierend auf so genanntem T-Test). Zudem wurde für die einzelnen Unternehmen auch die Liquidität im Sinne des Übernahmerechtes berücksichtigt. Dies ist insofern relevant, da bei geringem Handelsvolumen Aktienpreise über längere Zeitperioden konstant bleiben können und somit Beta-Faktoren nach unten verzerrt sind (so genannter Stale Price Bias).

Vor dem Hintergrund, dass aus der Analyse der kotierten Schweizer Retail Banken lediglich zwei Banken die Kriterien der statistischen Signifikanz und der Liquidität erfüllt haben, wurde die Analyse erweitert im Sinne einer Industrieanalyse. Dafür wurden europäische Retail Banken analysiert, basierend auf der von Professor Damodaran verwendeten Vergleichsgruppe. Insgesamt wurden 69 Retail Banken hinsichtlich statistischer Signifikanz und Liquidität analysiert.

Anhang 3: Herleitung der Eigenkapitalkosten

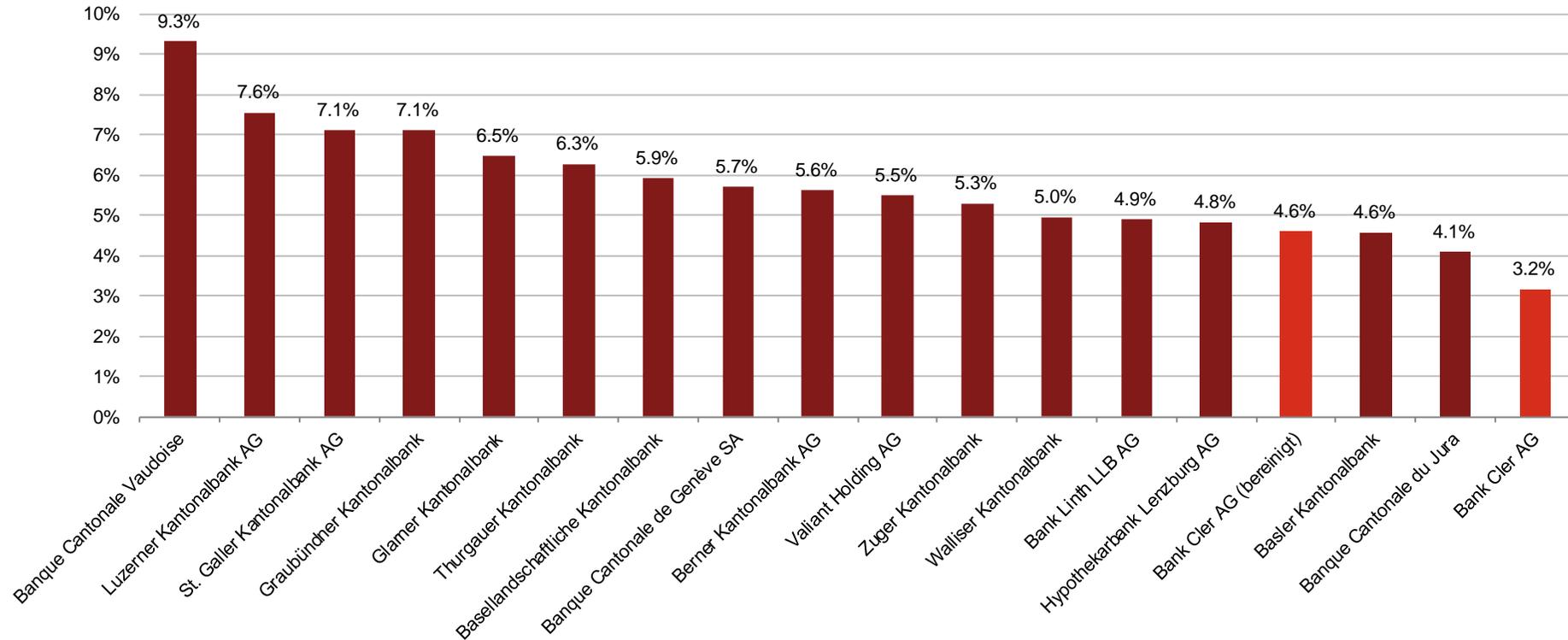


Quellen:

- (1) Marktrisikoprämie für entwickelte Aktienmärkte per Bewertungsstichtag 30.06.2018 basierend auf PwC Berechnungen zur impliziten Marktrisikoprämie und unter Berücksichtigung von Marktrisikoprämien, die von Damodaran und weiteren führenden Bewertungsfachleuten verwendet werden, sowie in Anlehnung an den Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft („FAUB“) des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IdW).
- (2) Basierend auf der Analyse von vergleichbaren kotierten Regionalbanken in Europa (entwickelte Länder) (Zeitraum: 5 Jahre; monatliche Daten). Titel mit statistisch nicht signifikantem Beta (t-Wert) und unzureichender Liquidität wurden ausgeschlossen. Quelle: Capital IQ, Bloomberg, Damodaran.
- (3) Quelle: Duff&Phelps Valuation Handbook (2017) und PwC-Analysen.
- (4) Risikofreier Zinssatz der relevanten Cashflow Währung (CHF). Quelle: Schweizer Nationalbank

Anhang 4: Analyse der Eigenkapitalrendite

Eigenkapitalrendite im Vergleich



Quelle: Geschäftsberichte per 31. Dezember 2017

$Eigenkapitalrendite = (\text{Reingewinn FY17}) / [(\text{Total Eigenkapital vor Gewinnverwendung FY16}) + (\text{Total Eigenkapital vor Gewinnverwendung FY17})] / 2$

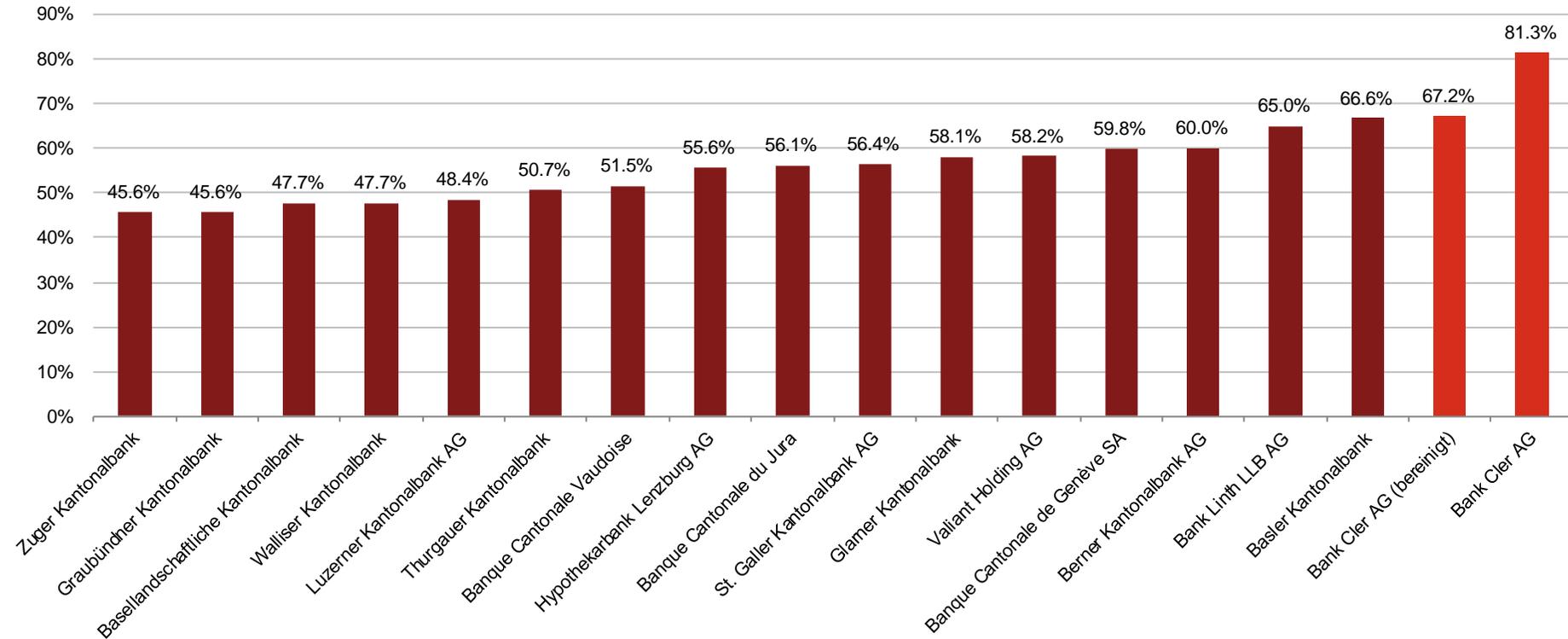
Anhang 5: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

CHF in Mio.	Capital IQ Ticker	Wahrung	Marktkapitalisierung	Bruttogewin	Gewinn	Buchwert
Regional- und Handelsbanken						
Bank Linth LLB AG	SWX:LINN	CHF	376	12.5 x	16.6 x	0.8 x
Hypothekbank Lenzburg AG	SWX:HBLN	CHF	326	9.6 x	14.8 x	0.7 x
Valiant Holding AG	SWX:VATN	CHF	1'775	7.0 x	14.6 x	0.8 x
Durchschnitt				9.7x	15.3x	0.8x
Median				9.6x	14.8x	0.8x
Kantonalbanken						
Banque Cantonale de Genève SA	SWX:BCGE	CHF	1'325	5.7 x	16.2 x	0.9 x
Banque Cantonale du Jura	SWX:BCJ	CHF	169	6.0 x	17.6 x	0.7 x
Banque Cantonale Vaudoise	SWX:BCVN	CHF	6'535	10.8 x	20.4 x	1.9 x
Basellandschaftliche Kantonalbank	SWX:BLKB	CHF	1'985	8.6 x	14.9 x	0.9 x
Basler Kantonalbank	SWX:BSKP	CHF	3'100	12.5 x	17.5 x	0.8 x
Berner Kantonalbank AG	SWX:BEKN	CHF	1'693	10.8 x	12.3 x	0.7 x
Glerner Kantonalbank	SWX:GLKBN	CHF	353	12.3 x	17.3 x	1.1 x
Graubündner Kantonalbank	SWX:GRKP	CHF	3'641	16.9 x	20.5 x	1.4 x
Luzerner Kantonalbank AG	SWX:LUKN	CHF	4'365	18.2 x	21.7 x	1.6 x
St. Galler Kantonalbank AG	SWX:SGKN	CHF	2'871	14.3 x	18.4 x	1.3 x
Thurgauer Kantonalbank	SWX:TKBP	CHF	414	2.3 x	3.2 x	0.2 x
Walliser Kantonalbank	SWX:WKBN	CHF	1'832	11.5 x	28.6 x	1.4 x
Zuger Kantonalbank	SWX:ZG	CHF	1'696	16.3 x	24.9 x	1.3 x
Durchschnitt				11.2x	18.0x	1.1x
Median				11.5x	17.6x	1.1x
Alle Vergleichsbanken						
Durchschnitt				11.0x	17.5x	1.0x
Median				11.2x	17.4x	0.9x

Quelle: Geschäftsberichte und Capital IQ, per 30.06.2018

Anhang 6: Analyse der Cost-Income Ratio

Cost-Income-Ratio im Vergleich



Quelle: Geschäftsberichte per 31. Dezember 2017

Cost/Income Ratio (vor Abschreibung) = (Geschäftsaufwand) / (Geschäftsertrag exklusive Veränderungen von ausfallrisikobedingten Wertberichtigungen sowie Verluste aus dem Zinsengeschäft)