

# Gutachten

zuhanden des Verwaltungsrats der Athris Holding AG, Zug

zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Kauf-  
angebots der

Pelham Investments AG, Baar

Bank Sarasin & Cie AG  
Corporate Finance  
Löwenstrasse 11  
8022 Zürich

Zürich, 2. Oktober 2009



SARASIN

## Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung .....	4
1.1.	Ausgangslage .....	4
1.2.	Auftrag des unabhängigen Mitglieds des Verwaltungsrates der Athris Holding AG an die Bank Sarasin & Cie AG .....	5
2.	Beurteilungsgrundlagen .....	6
2.1.	Unterlagen der Gesellschaft .....	6
2.2.	Finanzmarktdaten .....	6
3.	Die Athris Holding AG im Überblick .....	7
3.1.	Athris Holding AG .....	7
3.2.	Fungible Finanzanlagen .....	7
3.3.	Nichtkотиerte Beteiligungen Schweiz .....	8
3.4.	Nichtkottierte Beteiligungen Ausland .....	9
3.5.	Weitere Gesichtspunkte .....	10
3.6.	Entwicklung NAV und Aktienkurs seit 30. März 2009 .....	10
4.	Adjustierter NAV .....	12
4.1.	Anzahl ausstehende Aktien .....	12
4.2.	Bewertungsgrundlage .....	12
4.3.	Bewertung der Molino AG .....	13
4.4.	Berechnung NAV bzw. ANAV .....	16
4.5.	Portfoliostruktur .....	17
4.6.	Zusammenfassung .....	18
5.	Vergleich mit dem Abschlag ähnlicher kotierter Gesellschaften bzw. Transaktionen ...	19
5.1.	Ähnliche kotierte Gesellschaften .....	19
5.2.	Ähnliche Transaktionen .....	23
6.	Vergleich der Alternativen aus Sicht Aktionäre .....	25

6.1.	Verkauf der Aktien über die Börse während der Angebotsfrist .....	25
6.2.	Liquidation der Gesellschaft und Auszahlung des Liquidationserlöses.....	26
6.3.	Ablehnung des Kaufangebots in Erwartung der vollständigen Rückbildung des Abschlags .....	28
6.4.	Zusammenfassung der Alternativen aus Sicht Aktionäre .....	29
7.	Ergebnis des Gutachtens .....	30
8.	Anhang.....	31
8.1.	Multiplikatoren .....	31
8.2.	Übersicht vergleichbare Gesellschaften.....	32
8.3.	Übersicht vergleichbare Transaktionen.....	33
8.4.	Abkürzungsverzeichnis / Glossar .....	34



# 1. Einleitung

## 1.1. Ausgangslage

Athris Holding AG, Zug, („Athris“ oder die „Gesellschaft“) ist eine am Hauptsegment der SIX Swiss Exchange kotierte Investmentgesellschaft, welche die Erzielung einer überdurchschnittlichen langfristigen Anlagerendite primär durch Erwerb, Verwaltung und Veräusserung von direkten Beteiligungen an in- und ausländischen kotierten und nichtkotierten Gesellschaften sowie durch indirekte Anlagen (Anlagefonds) bezweckt. Die Athris ist aus der Umstrukturierung der Jelmoli-Gruppe hervorgegangen, die u.a. die Schaffung von zwei eigenständigen, kotierten Gesellschaften, das heisst einer Immobiliengesellschaft (Jelmoli Holding AG) und einer Investmentgesellschaft (Athris), zum Gegenstand hatte. Athris ist seit dem 30. März 2009 an der SIX Swiss Exchange kotiert und verfügt per 17. September 2009 über eine Börsenkapitalisierung von rund CHF 450.6 Mio.

Am 18. September 2009 hat die Pelham Investments AG („Pelham“) die Voranmeldung eines öffentlichen Kaufangebots für alle sich im Publikum befindlichen Inhaberaktien zum Preis von je CHF 1'050 und für alle sich im Publikum befindlichen Namenaktien zum Preis von je CHF 210 der Athris Holding AG („Athris“) bekannt gegeben. Dies entspricht einem Abschlag zum Net Asset Value („NAV“) von 29.6% (Inhaberaktie und Namenaktie) per 17. September 2009 und einer Prämie zum Börsenkurs vom 17. September 2009 von 3.4% (Inhaberaktie) resp. 3.7% (Namenaktie). Der Angebotspreis liegt zudem um 16.2% (Inhaberaktie) bzw. 13.4% (Namenaktie) über dem volumengewichteten Durchschnittskurs während der letzten 60 Börsentage vor dem 18. September 2009 („VWAP“). Der VWAP beträgt CHF 903.4 (Inhaberaktie) bzw. CHF 185.1 (Namenaktie).

Gemäss Entwurf des Angebotsprospekts hält Athris per 17. September 2009 295'372 Inhaberaktien und 154'155 Namenaktien aus Rückkäufen (vgl. hierzu Kapitel 3.5 Rückkauf eigener Aktien). Diese Aktien sind zur Vernichtung vorgesehen. Pelham, die Investmentgesellschaft von Georg von Opel, hält zum Zeitpunkt der Voranmeldung 90'502 Inhaberaktien und 1'111'698 Namenaktien, d.h. einen Stimmenanteil von 87.7% resp. einen Kapitalanteil von 71.6% nach Abzug der vorstehend erwähnten, zur Vernichtung vorgesehenen Aktien.

Wie Pelham mitteilte, ist vorgesehen, den Angebotsprospekt am 14. Oktober 2009 zu veröffentlichen. Die Angebotsfrist beginnt voraussichtlich am 29. Oktober 2009 und endet am 11. November 2009. Pelham behält sich das Recht vor, die Angebotsfrist einmal oder mehrmals zu verlängern. Sofern das Kaufangebot zustande kommt, läuft eine Nachfrist von zehn Börsentagen, und zwar voraussichtlich vom 18. November bis 1. Dezember 2009. Das Kaufangebot unterliegt den Bedingungen, dass der NAV nach Auffassung eines unabhängigen, international anerkannten, von der Anbieterin bezeichneten Experten zwischen dem 18. September 2009 (Veröffentlichung der Voranmeldung) bis zum Ende der Angebotsfrist nicht mehr als 10% seines Wertes eingebüsst hat und kein Urteil,

Gerichtsentscheid und keine Verfügung einer Behörde erlassen wurde, die den Vollzug des Kaufangebots verhindern, verbieten oder für unzulässig erklärt. Pelham behält sich allerdings vor, auf die Bedingungen ganz oder teilweise zu verzichten.

Der NAV pro Aktie wird unter Abzug der Aktien berechnet, welche Athris zur Vernichtung hält.

Gemäss Medienmitteilung vom 18. September wird der Verwaltungsrat der Athris das Angebot prüfen und spätestens in seinem Bericht dazu Stellung nehmen.

### **1.2. Auftrag des unabhängigen Mitglieds des Verwaltungsrates der Athris Holding AG an die Bank Sarasin & Cie AG**

Das unabhängige Mitglied des Verwaltungsrats der Athris, Dr. Markus Dennler, hat die Bank Sarasin & Cie AG, Zürich, („Sarasin“) mit der Erstellung eines Gutachtens zur ausschliesslichen Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des von Pelham unterbreiteten Kaufangebots beauftragt.

Sarasin erhält keine Entschädigung, die von den Aussagen dieses Gutachtens oder vom Erfolg des Kaufangebots bzw. des bezahlten Preises abhängt. Sie ist somit sowohl von Pelham wie auch von Athris unabhängig.

Dieses Gutachten ist für den unabhängigen Verwaltungsrat der Athris bestimmt und stellt keine Empfehlung für die Publikumsaktionäre der Athris dar, das Kaufangebot von Pelham anzunehmen. Hingegen nimmt der unabhängige Verwaltungsrat der Athris im Rahmen seines Berichtes an die Aktionäre Stellung zum Kaufangebot und bezieht sich dabei auf das Gutachten. Der Bericht des Verwaltungsrates an die Aktionäre ist Teil des Angebotsprospektes.

Das vorliegende Gutachten stützt sich auf Informationen ab, deren Genauigkeit und Vollständigkeit Sarasin annahm und auf die sich Sarasin verliess, ohne diese Informationen von einem Dritten bestätigen oder prüfen zu lassen. Bezüglich der gemachten Angaben, Informationen und Daten, die uns zur Verfügung gestellt wurden, nimmt Sarasin an, dass diese ordnungsgemäss erstellt worden sind. Im Weiteren hat sich Sarasin auf Zusicherungen des Managements von Athris gestützt, dass dieses sich keiner Tatsache oder Umstände bewusst ist, wonach die verwendeten Informationen ungenau, irreführend oder unvollständig wären.

## 2. Beurteilungsgrundlagen

Sarasin hat für ihre Beurteilung die folgenden Grundlagen verwendet:

### 2.1. Unterlagen der Gesellschaft

- Kotierungsprospekt Athris vom 27. März 2009
- Einzelabschluss und konsolidierter Halbjahresbericht 2009 von Athris
- Detaillierte Herleitung / Berechnung des Net Asset Values von FINOPS AG
- Bilanzen per 30.06.2008 und 30.6.2009 und Budgetzahlen 2009 der Seiler Hotel Zermatt AG und von Molino AG
- Bewertung der Immobilien der Seiler Hotel Zermatt AG von Wüest & Partner per 31.12.2008
- Historische Finanzaufstellungen 2003-2008 zu Beach Mountain AG und Budget 2009
- Darlehensvertrag zwischen Athris und Jelmoli Holding, datiert vom 24.3.2009
- Investment und Advisory Agreements zwischen Athris und GVO Asset Management AG, gültig ab 1.10.2009
- Tägliche, historische NAV Werte seit Abspaltung von Jelmoli am 30. März 2009
- Voranmeldung des Kaufangebots von Pelham
- Entwurf des Angebotsprospektes für das Kaufangebot von Pelham
- Besprechungen mit Dr. Markus Dennler, unabhängiger Verwaltungsrat der Athris und mit Vertretern des Managements von Athris
- Gespräche mit Vertretern von FINOPS AG, zuständig für die NAV-Berechnungen
- Angebots- und Kotierungsinserat vom 27. März 2009: Rückkauf eigener Aktien durch Ausgabe von handelbaren Put-Optionen zum Zweck der Kapitalherabsetzung

### 2.2. Finanzmarktdaten

- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter kotierter Schweizer Investmentgesellschaften (Vergleichsunternehmen)
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten ausgewählter kotierter Gesellschaften (Vergleichsunternehmen) im Gastronomiebereich
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten (inkl. Prospekte) ausgewählter Transaktionen mit kotierten Schweizer Investmentgesellschaften (Vergleichstransaktionen)

### 3. Die Athris Holding AG im Überblick

#### 3.1. Athris Holding AG

Athris mit Sitz in Zug ist eine Schweizer Investmentgesellschaft. Sie ist aus der am 30. März 2009 vollzogenen Aufteilung der Jelmoli-Gruppe hervorgegangen und an der SIX Swiss Exchange im Hauptsegment kotiert. Als Beteiligungsgesellschaft beabsichtigt Athris die Erzielung einer überdurchschnittlichen langfristigen Anlagerendite - primär durch Erwerb, Verwaltung und Veräusserung von direkten Beteiligungen an in- und ausländischen kotierten und nichtkotierten Gesellschaften sowie durch indirekte Anlagen (Anlagefonds). Als Investment Manager fungierte bisher die Rubus Asset Management AG<sup>1</sup>.

#### 3.2. Fungible Finanzanlagen

Gemäss Anlagestrategie wird auf globaler Ebene in ein konzentriertes Portfolio investiert. Zur Anwendung kommt dabei ein fundamental getriebener Investment-Ansatz. Dabei verfolgt Athris sowohl einen Value- als auch einen Growth-Investitionsansatz. Unter dem Value-Ansatz wird in unterbewertete Unternehmungen investiert, welche bereits eine gute Marktposition und eine stabile Entwicklung aufweisen. Der Growth-Ansatz konzentriert sich auf Wachstumsunternehmungen. Es werden keine Leerverkäufe vorgenommen. Grundsätzlich werden die Investments in die Kategorien „Core“ und „Tactical“ eingeteilt. Die Core-Investitionen in fundamental stabile und defensive Unternehmen werden über einen Anlagehorizont von 3 bis 5 Jahren oder auf unbestimmte Zeit gehalten. In dieser Kategorie sind 5 bis 15 Investments für das Portfolio vorgesehen.

Das taktische Portfolio besteht aus zyklischen oder taktischen Positionen, für welche eine Haltedauer von ungefähr einem Jahr mit 5 bis 15 Investments vorgesehen ist. Alle bisherigen Investitionen von Athris wurden als Core-Investments klassifiziert.

Per 30. Juni 2009 hat Athris insgesamt CHF 30 Mio. in kotierte Aktien, CHF 16 Mio. in indirekte Anlagen sowie CHF 4 Mio. in Anleihen angelegt. Dies entspricht rund 20% der ursprünglich verfügbaren Mittel. Athris beabsichtigt sukzessiv weitere Investitionen zu tätigen.

---

<sup>1</sup> Der Investment Management Vertrag mit Rubus Asset Management AG wurde per Ende September 2009 gekündigt. Ab 1. Oktober 2009 wurde neu die GVO Asset Management AG mit dem Asset Management resp. Advisory beauftragt.

### 3.3. Nichtkотиerte Beteiligungen Schweiz

#### Seiler Hotels Zermatt AG

Athris hält eine Beteiligung von 86,4% an der Seiler Hotels Zermatt AG („Seiler“ bzw. „Seiler Gruppe“). Die Aktivitäten der Seiler Gruppe umfassen den Besitz und die Führung von zwei Fünf-Sterne-Hotels in Zermatt (Mont Cervin Palace und Le Petit Cervin), ein traditionelles Vier-Sterne-Hotel (Monte Rosa) sowie ein Hotel Garni/Personalhaus in Täsch (Welcome Hotel Täsch). Zudem wird das Vier-Sterne-Hotel Schweizerhof unter einem Managementvertrag durch die Seiler Gruppe geführt. Das Zimmerangebot umfasst insgesamt 173 Zimmer im Fünf-Sterne- sowie 161 Zimmer im Vier-Sterne-Bereich.

Nebst den Hotelimmobilien besitzt die Gruppe im Zentrum von Zermatt diverse Liegenschaften, welche hauptsächlich als Wohn- und Geschäftsimmobilien genutzt werden. Diese Liegenschaften entsprechen gemäss einer Bewertung von Wüest & Partner aus dem Jahre 2008 rund 20% des Gesamtwertes aller Immobilien der Seiler Gruppe.

Der Umsatz und die Belegung in der ersten Jahreshälfte 2009 lagen unter den Erwartungen und den Vorjahreszahlen. Insbesondere bei den ausländischen Gästen war ein starker Rückgang der Nachfrage zu verzeichnen. Trotz leicht tieferen Umsätzen leistete das Immobiliensegment einen stabilen Beitrag zur Profitabilität der Seiler Gruppe. Im Jahr 2009 werden insgesamt CHF 12 Mio. in die Modernisierung der Liegenschaften und in erfolgsversprechende Bauprojekte investiert. Die Seiler Gruppe rechnet in der zweiten Jahreshälfte 2009 mit einem Rückgang der Belegung in der Höhe von 5% bis 10%. Das Immobiliensegment hingegen sollte im zweiten Halbjahr aufgrund langfristiger Mietverträge keine wesentlichen Umsatzrückgänge aufweisen.

Die Seiler Gruppe wird bei Athris per 30. Juni 2009 mit CHF 116 Mio. (davon Minderheitsaktionäre von CHF 15 Mio.) berücksichtigt.

#### Molino AG

Die Molino AG betreibt in der Schweiz derzeit 16 Restaurants mit typisch italienischer Küche und Atmosphäre an bevorzugten Standorten. Der Umsatz konnte im ersten Halbjahr 2009 im Vergleich zum Vorjahr insbesondere wegen einer Neueröffnung in Thônex um rund 4% gesteigert werden. Die Molino AG wird per 30. Juni 2009 mit rund CHF 25 Mio. im Eigenkapital von Athris berücksichtigt.

Nach Ansicht des Managements ist der Markt für das Konzept Molino noch nicht ausgeschöpft. Es prüft verschiedene Projekte mit Terrassen an neuen Frequenzlagen in Basel, Genf, Lausanne, Luzern, Thun, Vevey, Zürich, Zug und St. Moritz.

## **Beach Mountain AG**

Beach Mountain ist ein auf Skate- und Snowboarder spezialisiertes Detailhandelsgeschäft und hat speziell in der Deutschschweiz einen hohen Bekanntheitsgrad. Das Sortiment umfasst erstklassige Produktmarken für Sportgeräte und Bekleidung in den Bereichen Snowboarding, Skateboarding, Surfing sowie Beach- und Streetwear.

Mit einem in der ersten Jahreshälfte 2009 um 3,5% unter dem Vorjahr liegenden Umsatz konnten sich die acht Filialen von Beach Mountain im schwierigen Marktumfeld behaupten. Schuhe und Sportgeräte waren vom Umsatzrückgang stärker tangiert, während Bekleidung und Accessoires höhere Erlöse als im Vorjahr erzielten. Die Zurückhaltung der Konsumenten war insbesondere im Markenbereich spürbar. Die meisten Kostenbereiche konnten der Umsatzentwicklung angepasst werden. Weitere Kosten entstanden jedoch durch den Bezug von Serviceleistungen von Jelmoli.

## **Fundgrube Bonne Occase AG**

Fundgrube Bonne Occase AG bot hauptsächlich Textilien im Niedrigpreis-Segment an. Aufgrund schwacher Umsätze und ungenügender Profitabilität wurde im Mai 2009 der letzte Laden geschlossen. Die finanziellen Auswirkungen durch die Schliessung der Geschäfte sind wegen der geringen Grösse jedoch begrenzt.

## **3.4. Nichtkотиerte Beteiligungen Ausland**

### **Hypercenter Investment S.A.**

Athris hält eine Beteiligung von 49% an der Hypercenter Investment S.A.. Dieses Investment stammt aus einem Joint Venture von Jelmoli mit zwei Partnergesellschaften. Ziel dieses Joint Ventures ist die Erstellung und der Betrieb von Shopping Centern in Russland für die russische Detailhandelskette Mosmart. Die Eröffnung des 2008 fertiggestellten, ersten bezugsbereiten Centers verzögerte sich, da der Hauptmieter Mosmart von den Folgen der schweren Wirtschaftskrise in Russland stark getroffen wurde und restrukturiert werden musste. Nach einer Wertberichtigung im 2008 von CHF 48 Mio. musste das in den Finanzanlagen gehaltene Darlehen auf der Basis eines Gutachtens der unabhängigen Bewertungsfirma Knight Frank im ersten Halbjahr 2009 nochmals um CHF 7 Mio. auf neu CHF 15 Mio. abgeschrieben werden.

### **Société du Centre Commercial et de Loisirs de Bab Ezzouar Spa**

Athris hielt eine Beteiligung an Société des Centres Commerciaux d'Algérie von 45%. Im Juni 2009 erfolgte eine Namensänderung, welche die Reduktion der Aktivitäten von der ursprünglich geplanten Entwicklung mehrerer Shopping Center hin zur Fertigstellung und Betrieb von nur noch einem Center (Bab Ezzouar) reflektiert. Aus Risiko- und Renditeüberlegungen zog es Athris vor, keine weiteren Projektmittel beizutragen. In

Absprache mit der Mehrheitsaktionärin war es Athris möglich, ihre Beteiligung dadurch von 45% auf 26% zu reduzieren.

### **3.5. Weitere Gesichtspunkte**

#### **Darlehen an Jelmoli Holding AG**

Vor der Ausgliederung gewährte Athris Jelmoli ein konzerninternes Darlehen. Nach der Umstrukturierung wurde die Darlehensbeziehung in einem Vertrag vom 24. März 2009 neu geregelt. Das Darlehen über CHF 266 Mio. läuft bis 31. Januar 2012 und wird mit einem marktüblichen kurzfristigen Satz (LIBOR) plus Aufschlag verzinst. In der zweiten Jahreshälfte 2009 erhöht sich der Aufschlag. Jelmoli hat die Möglichkeit das Darlehen vorzeitig zu kündigen. Athris ist ihrerseits berechtigt, das Darlehen zu kündigen, wenn es seitens Jelmoli zu einem Kontrollwechsel kommt oder branchenübliche Verschuldungskennzahlen nicht eingehalten werden.

#### **Rückkauf eigener Aktien**

Im Februar 2009 hat die ordentliche Generalversammlung der Athris ein Aktienrückkaufprogramm in der Höhe von maximal 45% des Aktienkapitals beschlossen. In Ausführung dieses Beschlusses wurden den Aktionären handelbare Put-Optionen zugeteilt, welche vom 30. März 2009 bis zum 24. April 2009 ausgeübt werden konnten.

Die Bedingungen der den Aktionären zugeteilten Put-Optionen waren die folgenden: Jede der 498'808 Inhaberaktien berechtigte zum Erhalt von je 15 Put-Optionen und jede der 1'321'354 Namenaktien berechtigt zum Erhalt von je 3 Put-Optionen. Der Ausübungspreis belief sich auf CHF 1'121.69 pro Inhaberaktie und CHF 224.34 pro Namenaktie, unter Abzug der eidgenössischen Verrechnungssteuer von 35% auf der Differenz zwischen Rückkaufspreis und Nennwert der Athris Aktien, d.h. CHF 729.45 netto pro Inhaberaktie und CHF 145.89 netto pro Namenaktie. Das Ausübungsverhältnis wurde so festgelegt, dass 35 Put-Optionen den Inhaber während der Laufzeit zum Verkauf von 1 Inhaberaktie an die Emittentin zum Ausübungspreis berechtigen. 7 Put-Optionen berechtigen den Inhaber während der Laufzeit zum Verkauf von 1 Namenaktie an die Emittentin zum Ausübungspreis.

Bis zum Abschluss des Aktienrückkaufprogramms wurden Athris 295'372 Inhaberaktien zum Preis von CHF 1'121.69 und 154'155 Namenaktien zu CHF 224.34 angedient. Die Kapitalherabsetzung mittels Vernichtung der eigenen Aktien wird der ordentlichen Generalversammlung 2010 zur Genehmigung unterbreitet.

### **3.6. Entwicklung NAV und Aktienkurs seit 30. März 2009**

Der wöchentlich veröffentlichte NAV je Inhaberaktie resp. Namenaktie hat sich vom 30. März 2009 bis zum 17. September 2009 von CHF 1'326 auf CHF 1'492 resp. von 265 CHF auf

CHF 298 erhöht. Der aktuellste, wöchentlich ausgewiesene NAV je Inhaberaktie vom 24. September 2009 beläuft sich auf CHF 1'487 je Inhaberaktie, resp. auf CHF 297 je Namenaktie. Am Tag vor der Veröffentlichung der Voranmeldung, d.h. am 17. September 2009 betrug der ausgewiesene NAV gemäss Athris CHF 1'492 pro Inhaberaktie und CHF 298 pro Namenaktie. Der Kurs der Inhaberaktien hat sich in derselben Zeitspanne (30.3.09 bis 17.9.09) von CHF 810 auf CHF 1'015 erhöht, jener der Namenaktien stieg von CHF 161 auf CHF 202.5. Durch die Ausgabe der Put-Optionen durch Athris und aufgrund der Tatsache, dass der Ausübungspreis (d.h. der Rückkaufpreis) zwar über dem Aktienkurs aber unter dem damaligen ausgewiesenen NAV lag, hat der Aktienrückkauf zwischen dem 30. März 2009 und dem 24. April 2009 (Zeitraum, während der die Put-Optionen ausgeübt werden konnten) zu einer Verdichtung des NAV pro Aktie geführt.



## 4. Adjustierter NAV

Um die Angemessenheit des Angebots beurteilen zu können, hat Sarasin den ausgewiesenen NAV auf allfälligen Anpassungsbedarf bei der Bewertung hin überprüft. Im Rahmen der Analyse wurden die einzelnen Positionen untersucht und als liquid oder illiquid klassifiziert.

### 4.1. Anzahl ausstehende Aktien

Athris hat insgesamt 498'808 Inhaberaktien mit Nennwert von CHF 1.00 und 1'321'354 Namenaktien mit Nennwert von CHF 0.20 ausgegeben. Die per 17. September 2009 ausstehende Anzahl Inhaberaktien belief sich auf 203'436 und diejenige der Namenaktien auf 1'167'362 - nach Abzug der im Eigenbestand von Athris gehaltenen 295'372 Inhaberaktien und 154'155 Namenaktien, welche zur Vernichtung vorgesehen sind.

### 4.2. Bewertungsgrundlage

Die Bewertung von Athris erfolgt auf Basis des adjustierten Nettoinventarwerts („ANAV“). Der ANAV berechnet sich hierbei aus der Differenz zwischen dem Anlagevermögen und den Verbindlichkeiten, wobei die einzelnen Komponenten des Anlagevermögens wie auch der Verbindlichkeiten zu heutigen Marktwerten eingerechnet wurden.

Bei der Analyse des von Athris ausgewiesenen NAV für seine Beteiligungen kam Sarasin zum Schluss, dass lediglich die vollkonsolidierte Beteiligung an Molino AG nicht dem Marktwert entspricht und aufgewertet werden muss.

Bei der Wertbestimmung der Beteiligung Seiler Hotels Zermatt AG, welche mit einem Wert von CHF 116.3 Mio. in den NAV von Athris einfließt, wurde auf den Bewertungsbericht von Wüest & Partner per 31.12.2008 abgestellt. Gemäss Wüest & Partner haben die Immobilien der Seiler Gruppe einen Verkehrswert (Fair Value) von rund CHF 204.6 Mio. Dieser Wert vergleicht sich mit dem Buchwert der Immobilien in der Bilanz von Athris von rund CHF 192.3 Mio., d.h. ca. CHF 12.3 Mio. tiefer als gemäss Fair Value von Wüest & Partner. Vor dem Hintergrund des verschlechterten wirtschaftlichen Umfeldes allgemein, in der Tourismusbranche und auch im Bezug auf Immobilien und der relativ geringen Differenz (6.4%) erachtet Sarasin den ausgewiesenen Buchwert in der Bilanz von Athris als angemessen und durch die Bewertung von Wüest und Partner hinreichend plausibilisiert. Im übrigen stellt Sarasin betreffend Seiler Gruppe auf die ausgewiesenen Bilanzpositionen ab. Vor diesem Hintergrund verzichtet Sarasin auf eine Anpassung des für die Seiler Gruppe ausgewiesenen NAV.

Das ausstehende Darlehen an Jelmoli im Umfang von CHF 266 Mio. zahlt einen höheren Spread als ein vergleichbares Darlehen zu Marktkonditionen. Folglich ist der Marktwert dieses Darlehens höher als CHF 266 Mio. und hätte zu einer Aufwertung des NAV von Athris

geführt, wenn das Darlehen nicht von Jelmoli vorzeitig kündbar wäre. Aufgrund dieser Kündigungsklausel und dem mittlerweile erfolgreichen Umtauschangebot<sup>2</sup> der Swiss Prime Site AG für Jelmoli, kann davon ausgegangen werden, dass Jelmoli in absehbarer Zeit das Darlehen zurückzahlen wird, da SPS dieses am Markt günstiger refinanzieren kann. Weil mit einer baldigen Kündigung und Ablösung des Darlehens gerechnet wird, ist aus Sicht Sarasin eine Anpassung des NAV nicht gerechtfertigt.

### 4.3. Bewertung der Molino AG

Die Molino AG („Molino“) wurde anhand der Methode ähnlicher kotierter Gesellschaften (Comparable Company Analysis) bewertet. Diese Methode wird insbesondere in der Finanzanalyse bevorzugt, da die Kapitalmarktteilnehmer meist nicht über detaillierte Planrechnungen der Firmen verfügen. Bei Molino war keine detaillierte Planrechnung (z.B. Mittelfristplanung für die nächsten 3 Jahre) verfügbar, so dass auf eine DCF Bewertung verzichtet wurde und die Bewertung einzig mittels der Comparable Company Analysis durchgeführt wurde.

#### Grundmethodik

Durch Division des Unternehmenswertes (aktueller Börsenwert plus Nettoschulden, Minoritäten) von vergleichbaren, kotierten Gesellschaften mit den aktuellen bzw. erwarteten finanziellen Kennzahlen (z.B. Sales, EBITDA und EBIT) für die letzten zwölf Monate („LTM“) und das vorliegende Geschäftsjahr werden Multiplikatoren errechnet und ein Durchschnitt gebildet (siehe hierzu Kapitel 8.1). Die Anwendung dieser Durchschnittsmultiplikatoren auf die finanziellen Kennzahlen (Sales, EBITDA, EBIT) von Molino ergibt ein Bewertungsergebnis für jeden berechneten Durchschnittsmultiplikator.

Die folgenden zwei Faktoren haben einen wesentlichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis:

- Der ermittelte *Durchschnittsmultiplikator* und
- die *Auswahl und Ermittlung der finanziellen Kennzahlen* von Molino, auf die der Multiplikator angewendet wird.

Der Durchschnittsmultiplikator ist primär abhängig von der Auswahl der Vergleichsgesellschaften. Nur wenn Gesellschaften zur Verfügung stehen, die in Bezug auf die wesentlichen Charakteristika der zu bewertenden Gesellschaft vergleichbar sind, ergibt

---

<sup>2</sup> Am 2. Juni 2009 hat die Swiss Prime Site AG, Olten („SPS“), den Erwerb eines Aktienpakets von 29.89% des Jelmoli-Aktienkapitals sowie die Voranmeldung eines öffentlichen Umtauschangebotes für alle sich im Publikum befindlichen Namenaktien der Jelmoli bekannt gegeben. Im Anschluss an die am 25. September 2009 abgelaufene verlängerte Angebotsfrist hat SPS (unter gewissen Vorbehalten) das Angebot für zustande gekommen erklärt.

sich ein aussagekräftiger Multiplikator. Da die Bewertung mittels Vergleichsgesellschaften auf dem aktuellen bzw. den erwarteten Ergebnissen des laufenden Jahres basiert (LTM, 2009E), widerspiegeln diese Ergebnisse tendenziell den Unternehmenswert aus einer kurzfristigen Optik. Mittelfristig realisierbares Wachstums- und Margensteigerungspotenzial sowie ein spezifisches Stadium im Rahmen eines Geschäftszyklus werden in der Regel nur erfasst, wenn die Vergleichsgesellschaften ähnliche Wachstums- und Margenpotenziale aufweisen bzw. sich im selben Stadium des Geschäftszyklus befinden.

### **Auswahl der Vergleichsgesellschaften für Molino**

Bei der Auswahl der Vergleichsgesellschaften für Molino wurde auf vergleichbares Geschäftsmodell, vergleichbare Profitabilität und vergleichbares Wachstum als Hauptkriterien abgestellt.

Die Molino betreibt in der Schweiz derzeit 16 Restaurants mit typisch italienischer Küche und attraktivem Preis-Leistungs-Verhältnis. Die Restaurantkette richtet sich an eine breite Zielkundschaft aus allen Altersklassen und sozialer Schichten. Serviert werden überwiegend frische Pasta und hausgemachte Pizza, ergänzt durch eine erlesene Auswahl typischer italienischer Fleisch- und Fischgerichte sowie einer guten Selektion italienischer Weine.

Die Gastronomiebranche im internationalen Vergleich ist in verschiedenster Hinsicht uneinheitlich und stark segmentiert. Die Art der Anbieter im Markt reicht von kleinen, in familiären Verhältnissen betriebenen Einzelgastronomiebetrieben bis zu multinationalen Konglomeraten, welche unter einem Dach mit mehreren Marken verschiedene Marktsegmente bedienen. Dabei sind nicht nur die kulturellen Essgewohnheiten von Land zu Land unterschiedlich, sondern auch die Geschäftsmodelle der Gastronomiebetriebe. Hervorzuheben sind u.a. Unterschiede zwischen dem Franchising Model und dem in eigener Regie und auf eigenes Risiko geführten Betrieb sowie Unterschiede bedingt durch das Preissegment (Fast-Food, casual dining, fine dining), der Markenstrategie und der Bedienungsart im Restaurant (self service vs. full service).

Unseres Erachtens stehen für die Bewertung mittels vergleichbarer Unternehmen verschiedene geeignete Gesellschaften zur Verfügung, die ein vergleichbares Geschäftsmodell verfolgen, indem dasselbe Zielpublikum angesprochen wird und in einem vergleichbaren Preissegment operiert wird.

Vor diesem Hintergrund wurden Vergleichsunternehmen identifiziert, die idealerweise den folgenden Anforderungen genügen:

- Gesellschaften, die schwergewichtig bediente Restaurants (full service) betreiben,
- welche Leistungen im mittleren Preissegment anbieten (casual dining) und
- vergleichbare Wachstums- und Profitabilitätsentwicklungen und -erwartungen aufweisen.

Aus einer ersten Auswahl von total 98 potenziellen Vergleichsunternehmen wurden in mehreren Schritten mittels Scorecard-Bewertung sieben geeignete Vergleichsunternehmen ermittelt, die sich durch eine hohe Vergleichbarkeit bezüglich der drei Auswahlkriterien auszeichnen. Die folgende Tabelle zeigt die Unternehmungen, die zwecks Multiplikatorenanalyse zum Vergleich herangezogen wurden:

**Abbildung 1: Übersicht Vergleichsunternehmen**

Firmennamen	Web Adresse
- Prezzo PLC	www.loveprezzo.co.uk
- Carluccios PLC	www.carluccios.com
- Clapham House Group PLC	www.claphamhouse.com
- The Cheesecake Factory Inc	www.thecheesecakefactory.com
- Texas Roadhouse Inc	www.texasroadhouse.com
- Carrols Restaurant Group Inc	www.carrols.com
- O'Charleys Inc	www.ocharleys.com

### Resultat der Bewertung anhand ähnlicher kotierter Gesellschaften

Anhand der sieben identifizierten Vergleichsgesellschaften wurden Multiplikatoren berechnet (siehe Anhang 8.1), welche anschliessend auf die Kennzahlen von Molino angewandt wurden. Daraus resultierte eine Wertbandbreite von CHF 46.6 bis CHF 63.5 Mio. Um auch der im Verhältnis zu den Vergleichsunternehmen geringeren Grösse (in Bezug auf den Umsatz) Rechnung zu tragen, erachtet Sarasin einen Unternehmenswert im Bereich von CHF 50 Mio. als angemessen. Bei liquiden Mitteln von ca. CHF 250'000 per 30.6.2009 und fehlenden Finanzverbindlichkeiten entspricht der Unternehmenswert von CHF 50 Mio. dem Eigenkapitalwert.

Damit ist der im NAV der Athris ausgewiesene Buchwert von CHF 24.6 Mio. anzupassen. Dabei sind die latenten Steuern zu berücksichtigen, die bei Realisierung des Beteiligungswertes anfallen würden. In der nachfolgenden Tabelle ist die Anpassung des NAVs von Molino dargestellt:

<b>Aufwertung Molino (in CHF m)</b>	
Unternehmenswert Molino	50.0
(Nettoverschuldung)/Nettoliiquidität	0.0
<b>Eigenkapitalwert Molino</b>	<b>50.0</b>
Buchwert Molino	24.6
Aufwertung Molino (vor latenten Steuern)	25.4
Latente Steuern	20%
<b>Aufwertung Molino (nach latenten Steuern)</b>	<b>20.3</b>
NAV Molino (ausgewiesen von Athris)	24.6
NAV Adjustierung	20.3
<b>Adjustierter NAV Molino AG</b>	<b>44.9</b>

Für Molino resultiert damit ein NAV von CHF 44.9 Mio. Aufgrund dieser Anpassung der Bewertung wird der von Athris ausgewiesene NAV für Molino per 17. September 2009 von CHF 651.8 Mio. um CHF 20.3 Mio. auf CHF 672.2 Mio. erhöht.

#### **4.4. Berechnung NAV bzw. ANAV**

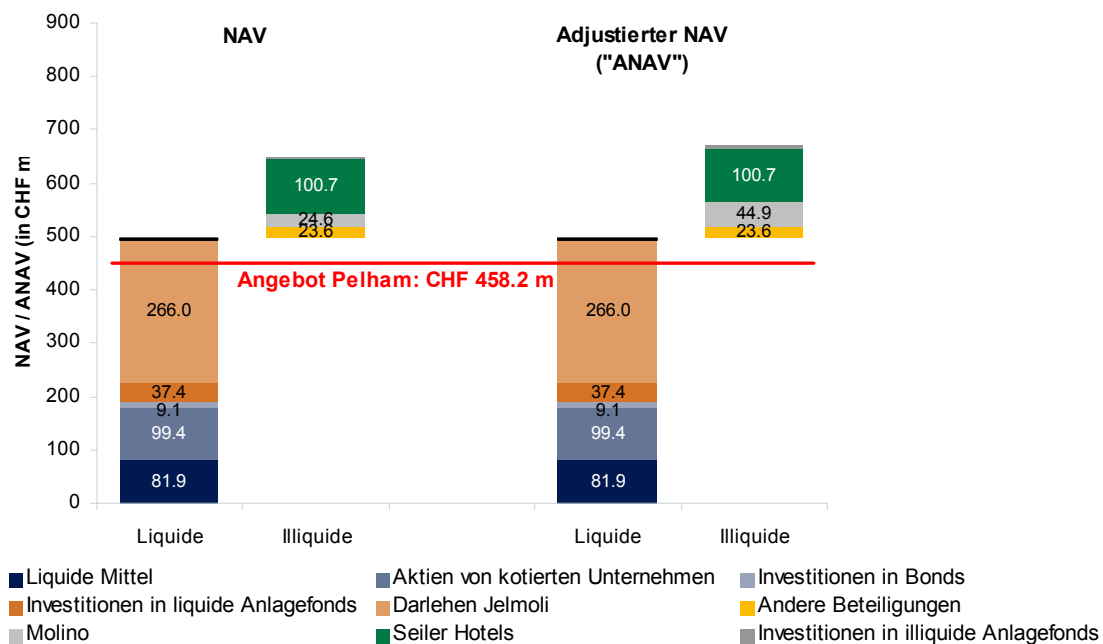
In Abbildung 2 ist die Herleitung des NAV sowie die Adjustierung desselben durch Sarasin ersichtlich. Wie vorstehend erwähnt, bestand nur bei Molino Anpassungsbedarf. Bei den übrigen NAV-Komponenten wurden die Buchwerte ebenfalls anhand von aktuellen Marktpreisen, Multiplikatoren, bestehender Bewertungen von Dritten und/oder weiterer Dokumentationen auf deren Werthaltigkeit überprüft. Die Analyse zeigte aber, dass bei den übrigen Positionen kein Bedarf für Auf- oder Abwertungen bestand.

(allen Angaben in Mio. CHF)

Als Basis für die nachfolgend ermittelten Abschläge wird auf den oben berechneten adjustierten NAV (ANAV) von CHF 672.2 Mio. abgestellt.

Die folgende Grafik zeigt die Aufteilung des Anlageportfolios von Athris in liquide und illiquide Mittel:



**Abbildung 3: Portfolioübersicht Athris**

Zu beachten ist, dass die Anpassung des Eigenkapitalwertes von Molino lediglich den illiquiden Teil des ANAV beeinflusst.

Das Darlehen von Athris an Jelmoli (für Details siehe Kapitel 3.5) wurde von Sarasin als liquid klassifiziert. Der Grund hierfür ergibt sich daraus, dass Jelmoli (resp. nach deren Übernahme neu SPS) bis Ende 2009 die Möglichkeit einer Kündigung hat. Da der vereinbarte Darlehenszins über dem momentanen Marktzins liegt, geht Sarasin von einer Kündigung aus. Zudem enthält der Darlehensvertrag eine Change-of-Control Klausel, mit welcher Athris ihrerseits die Rückzahlung fordern könnte.

Aus der Grafik wird deutlich, dass das Kaufangebot von Pelham rund 8% tiefer als die Summe der liquiden Anlagen liegt.

#### 4.6. Zusammenfassung

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der ANAV **CHF 672.2 Mio.** beträgt, d.h. CHF 20.3 Mio. mehr als von Athris ausgewiesen. Im Folgenden ist auf den ANAV abzustellen.

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

### 5.1. Ähnliche kotierte Gesellschaften

Für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Barangebots von Pelham ist im vorliegenden Fall ein Vergleich der Abschläge<sup>3</sup> von ähnlichen Beteiligungsgesellschaften hilfreich. Hierfür wurden verschiedene Auswahlkriterien berücksichtigt. In einem ersten Schritt beschränkten wir das Universum auf Investmentgesellschaften, welche in der Schweiz kotiert sind. Um den durchschnittlichen Abschlag für eine möglichst repräsentative Vergleichsgruppe von Gesellschaften zu berechnen, welche dem Beteiligungsportfolio resp. dem von Athris verfolgten Geschäftsmodell genügend Rechnung tragen, wurden zwei verschiedene Methoden angewandt:

- Direkter Vergleich mit ähnlichen Gesellschaften
- Synthetische Nachbildung der Struktur des Investmentportfolios

Ein Grund für die Anwendung zweier Methoden bildet die Zusammensetzung des Beteiligungsportfolios von Athris, welches einerseits aus rund 74% liquiden Beteiligungen und Investments, andererseits aus 26% Direktanlagen bzw. vollkonsolidierten Unternehmensbeteiligungen, d.h. illiquiden Anlagen besteht.

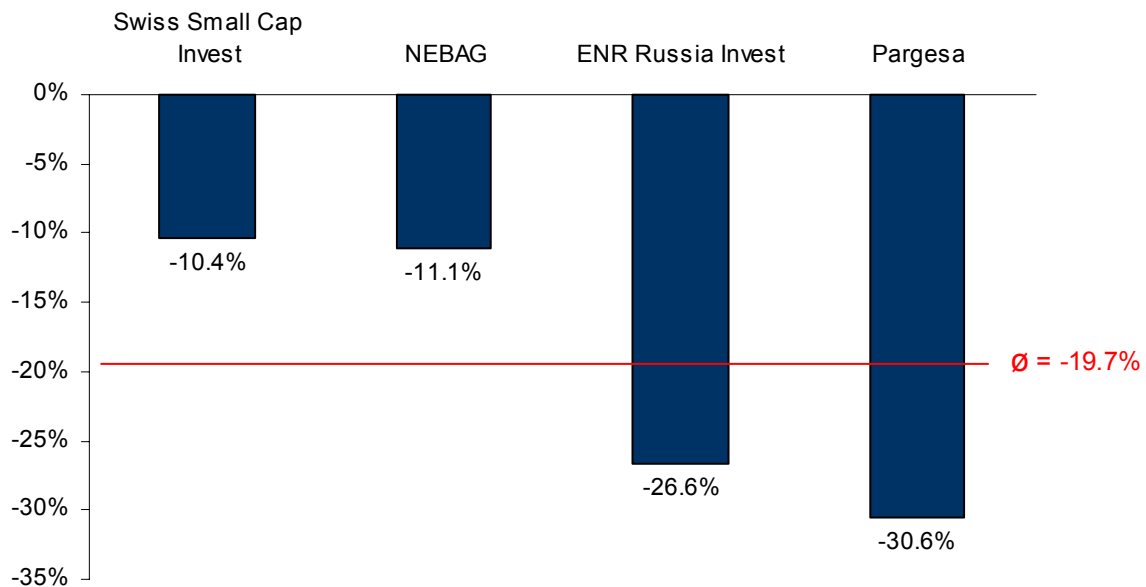
#### Direkter Vergleich

Die verwendeten Hauptauswahlkriterien waren hierbei (1) die Liquidität des zugrunde liegenden Beteiligungsportfolios und (2) dessen qualitative Zusammensetzung (primär Beteiligungen an kotierten Unternehmen und/oder Finanzinstrumenten). Aus dieser Analyse gingen vier Firmen hervor, welche gemäss den oben genannten Kriterien die beste Vergleichbarkeit aufwiesen: Swiss Small Cap Invest, NEBAG, ENR Russia Invest und Pargesa. Die im Vergleich zu Athris tiefere Marktkapitalisierung der drei erstgenannten Vergleichsgesellschaften (insbesondere Swiss Small Cap Invest) schränkt die Aussagekraft zwar etwas ein, andererseits sind die Geschäftsmodelle dieser Gesellschaften jenem von Athris am ähnlichsten, obwohl Athris aktuell wohl (im Segment der liquiden Anlagen) über die höchste Liquidität verfügt. Alle vier Gesellschaften verfolgen einen fundamentalen Bewertungsansatz mit einem langfristigen Anlagehorizont. Abbildung 4 zeigt die aktuellen Abschläge der Aktienkurse im Vergleich zu den entsprechenden ausgewiesenen NAVs. Zur Berechnung der Abschläge wurden die Schlusskurse per 17. September 2009 (Vortrag der Voranmeldung) einander gegenübergestellt. Dabei resultiert ein durchschnittlicher Abschlag gegenüber dem NAV von **19.7%**.

---

<sup>3</sup> Abschlag in % =  $((\text{Aktienkurs} / \text{NAV}) - 1) \times 100$

**Abbildung 4: Vergleich des Abschlags ähnlicher kotierter Gesellschaften an der SIX Swiss Exchange**



Quelle: Bloomberg, Halbjahres- und Quartalsberichte der aufgeführten Gesellschaften

Insgesamt dürfte wohl Pargesa die beste Vergleichbarkeit aufweisen und zwar aufgrund der Kotierung im Hauptsegment, der Liquidität des Beteiligungsportfolios, der Konsolidierung gewisser Beteiligungen sowie der Aktionärsstruktur. Allerdings ergibt auch ein Vergleich von Athris zu Pargesa wesentliche Differenzen wie z.B. die Konzentration von Pargesa auf wenige, grosse Beteiligungen, bei denen eine aktive Rolle im Verwaltungsrat der Beteiligungen angestrebt wird, die weniger hohe tatsächliche Liquidität der Anlagen sowie die langjährige, erfolgreiche „Geschichte“ als Beteiligungsgesellschaft.

### Synthetische Abbildung des Investmentportfolios

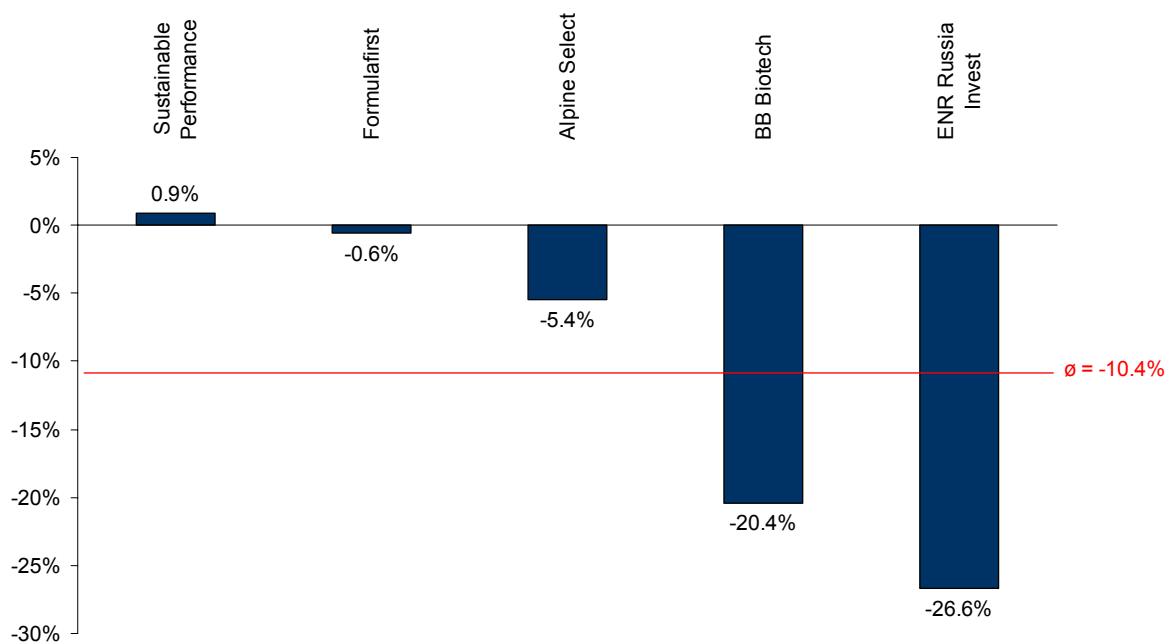
Wie vorstehend bereits erwähnt, besteht das Investmentportfolio aus einem liquiden (liquide Mittel, Aktien und Obligationen von kotierten Unternehmungen sowie ein Darlehen an Jelmoli) und aus einem illiquiden Teil (Seiler Hotels, Molino, weitere Beteiligungen). Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, wurden zwei Vergleichsgruppen gebildet.

Die erste Gruppe besteht aus Beteiligungsunternehmen, welche einen hohen Anteil an hoch liquiden Vermögenswerten<sup>4</sup> aufweisen. Die zweite Gruppe wurde aus Gesellschaften mit illiquiden Investments gebildet, was naturgemäss bei Private Equity Gesellschaften der Fall ist.

<sup>4</sup> Anteil liquide Mittel / Gesamtaktiva = min. 70%

APEN AG, Zug, wurde aufgrund der aktuellen finanziellen Schwierigkeiten<sup>5</sup> der Gesellschaft in der Analyse nicht berücksichtigt. In Abbildung 5 und Abbildung 6 sind die sich ergebenden Abschläge der beiden Vergleichsgruppen dargestellt. Für die Gesellschaften beider Gruppen wurde zudem eine Mindestmarktkapitalisierung von CHF 50 Mio. festgelegt. Zur Berechnung der Abschläge wurden auch hier die Abschläge auf Basis der Schlusskurse per 17. September 2009<sup>6</sup> ermittelt.

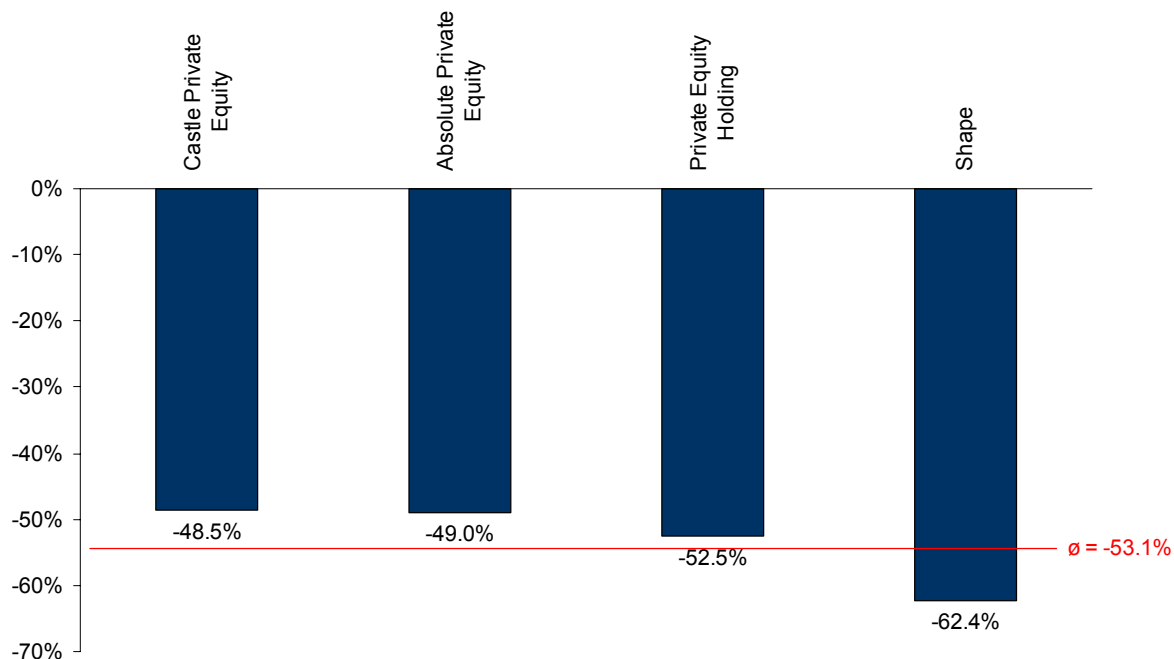
**Abbildung 5: Vergleich des Abschlags der Gruppe mit liquiden Vermögenswerten**



Quelle: Bloomberg, Halbjahres- und Quartalsberichte der aufgeführten Gesellschaften

<sup>5</sup> Aufgrund der offenen Zahlungsverpflichtungen zusammen mit hohen Abschreibungen und realisierten Verlusten auf dem Anlagevermögen sowie einem „Standstill Agreement“ mit kreditgebenden Banken, ist APEN u.U. gezwungen, Teile des Portfolios zu verkaufen um die ausstehenden Verpflichtungen zu verringern.

<sup>6</sup> Abweichung im Fall von shaPE Capital AG: In einer Pressemitteilung vom 16. September 2009 liess die Investmentgesellschaft verlauten, dass eine sukzessive Rückführung des gesamten Portfoliowertes an die Aktionäre geplant ist. Der Aktienkurs reagierte positiv auf diese Meldung, wodurch sich der Abschlag deutlich verringerte. Um diesen Effekt auszuklammern wurde für die Berechnung des Abschlags deshalb der Schlusskurs vom 15. September 2009 verwendet.

**Abbildung 6: Vergleich des Abschlags der Gruppe mit illiquiden Vermögenswerten**

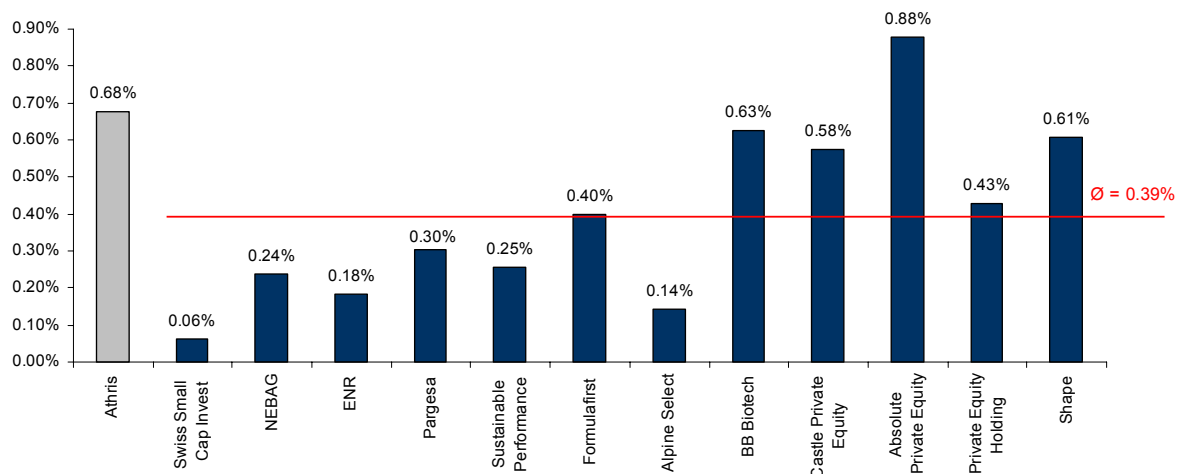
Quelle: Bloomberg, Halbjahres- und Quartalsberichte der aufgeführten Gesellschaften

Die resultierenden, durchschnittlichen Abschläge von 10.4% (liquides Portfolio) und 53.1% (illiquides Portfolio) wurden anschliessend analog des Verhältnisses zwischen liquiden und illiquiden Beteiligungen im aktuellen Athris Portfolios gewichtet. Die sich ergebende Gewichtung beträgt 74% für den liquiden Teil resp. 26% für die illiquiden Vermögenswerte. Daraus ergibt sich ein gewichteter Abschlag von **21.5%**. Dieses Resultat plausibilisiert das Resultat des „direkten Vergleichs“, welcher einen Abschlag von **19.7%** ergab.

Die Liquidität eines Unternehmens dient als Indikator für eine effiziente Preisgestaltung am Kapitalmarkt. Um die Liquidität der Athris beurteilen zu können, wurde ein Vergleich mit denjenigen Unternehmen vorgenommen, die beim Vergleich der ähnlichen Gesellschaften herangezogen wurden.

Abbildung 7 zeigt die durchschnittliche Liquidität aller verwendeten Vergleichsunternehmen. Die Graphik weist das wöchentlich gehandelte Volumen in Prozent der total ausstehenden Aktien (d.h. unter Abzug der eigenen Aktien) per 30. Juni 2009 im Zeitraum vom 27. April 2009 bis 17. September 2009 aus<sup>7</sup>.

<sup>7</sup> Quelle: Bloomberg (Volumen), Geschäftsberichte (Anzahl ausstehende Aktien, Anzahl eigene Aktien); Beschränkung auf on-exchange Handel am Börsenplatz der Hauptkotierung auf der ordentlichen Handelslinie

**Abbildung 7: Liquiditätsanalyse ähnlicher kotierter Gesellschaften an der SIX Swiss Exchange**

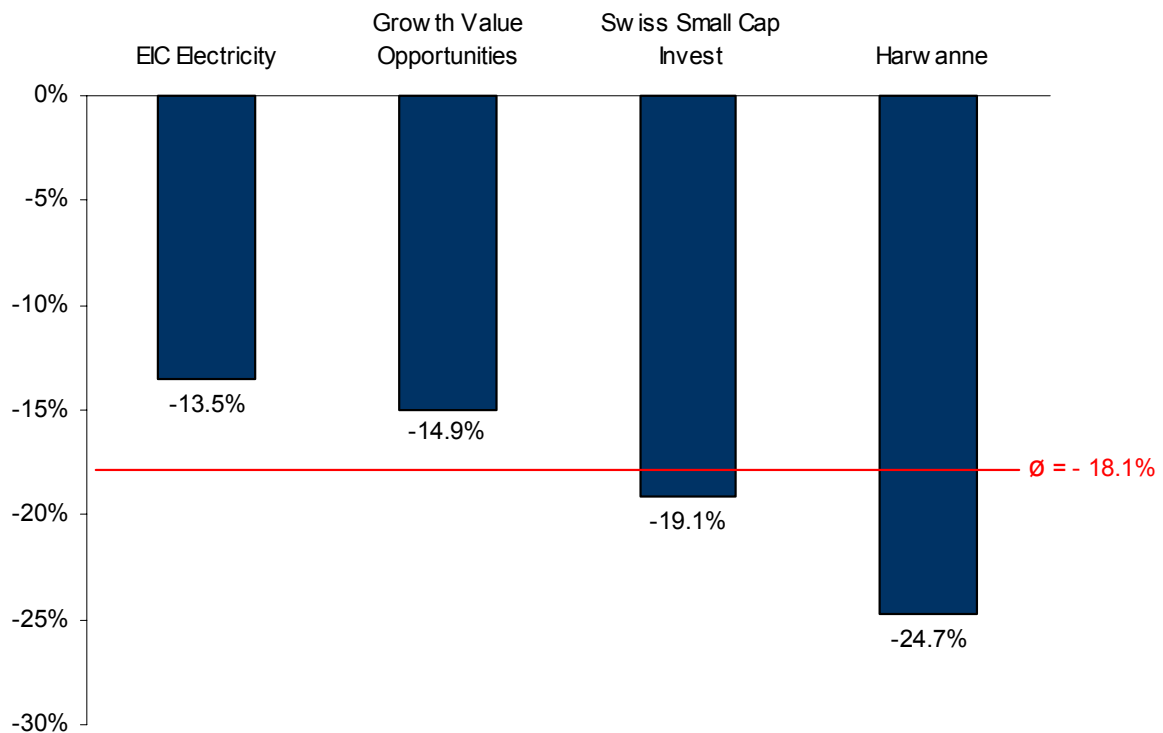
Was die Liquidität des Aktienhandels anbelangt, liegt Athris gegenüber den untersuchten Vergleichsgesellschaften deutlich über dem Durchschnitt. Die Liquidität bei Athris ist unserer Beurteilung zufolge einerseits durch einen Abgabedruck ausstiegswilliger Aktionäre, welche bei der Bildung von Jelmoli und Athris im März 2009 sozusagen ungewollt Aktionäre einer Beteiligungsgesellschaft wurden, und andererseits durch Zukäufe des Hauptaktionärs bedingt.

Die Unternehmen mit einer hohen Vergleichbarkeit (Swiss Small Cap Invest, NEBAG, ENR Russia Invest und Pargesa) wie auch die Unternehmen mit einem hohen Anteil an liquiden Vermögenswerten (Sustainable Performance, Formulafirst, Alpine Select und BB Biotech) weisen im Schnitt eine tiefere Liquidität aus. Die Liquidität der Gruppe mit illiquiden Vermögenswerten (Castle Private Equity, Absolute Private Equity, Private Equity Holding und Shape) hingegen liegt deutlich über dem Durchschnitt.

Die Investmentgesellschaften mit illiquiden Vermögensgegenständen werden im Schnitt jedoch mit einem viel höheren Abschlag zum NAV gehandelt als die Gesellschaften mit einem grösseren Anteil an liquiden Vermögenswerten. Daraus lässt sich schliessen, dass der Abschlag bei den untersuchten Gesellschaften nicht primär durch die Liquidität, sondern durch andere Einflussfaktoren wie beispielsweise die zugrunde liegenden Investments oder die Aktionärsstruktur, bestimmt wird.

## 5.2. Ähnliche Transaktionen

Der Vergleich mit früheren Transaktionen soll als weiterer Ansatz zu einer Einschätzung bezüglich Angemessenheit des Kaufangebots dienen. Abbildung 8 zeigt die im Rahmen ähnlicher Transaktionen bezahlten Abschläge. Hierfür wurde jeweils der Angebotspreis dem damals aktuellsten publizierten NAV gegenübergestellt. Hauptauswahlkriterien waren die Vergleichbarkeit des zugrunde liegenden Investmentportfolios und dessen Liquidität. Ausserdem wurden ausschliesslich Barangebote berücksichtigt.

**Abbildung 8: Abschlüsse im Rahmen ähnlicher Transaktionen an der SWX**

Quelle: Bloomberg, Sarasin

Es wurden Abschlüsse zwischen 13.5% und 24.7% festgestellt. Der Durchschnittswert von **18.1%** bewegt sich in derselben Grössenordnung wie die Resultate der Analyse der ähnlichen kotierten Gesellschaften. Die im Rahmen dieser Transaktionen erstellten Fairness Opinions bzw. Gutachten kamen alle zum Schluss, dass die entsprechenden Barangebote finanziell angemessen und fair seien bzw. im Falle des Kaufangebots an Harwanne Aktionäre, dass der Mindestpreis eingehalten wurde. Im Rahmen der Transaktion von Swiss Small Cap Invest wurde keine Fairness Opinion publiziert.

## 6. Vergleich der Alternativen aus Sicht Aktionäre

Im folgenden Kapitel werden die Alternativen zur Annahme des Kaufangebots aus Sicht der Aktionäre von Athris dargestellt. Die steuerlichen Folgen und der Steuerstatus des einzelnen Aktionärs spielen dabei eine wichtige Rolle. Für eine detaillierte Analyse der individuellen steuerlichen Situation des Aktionärs empfehlen wir die Konsultation eines Steuerberaters.

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

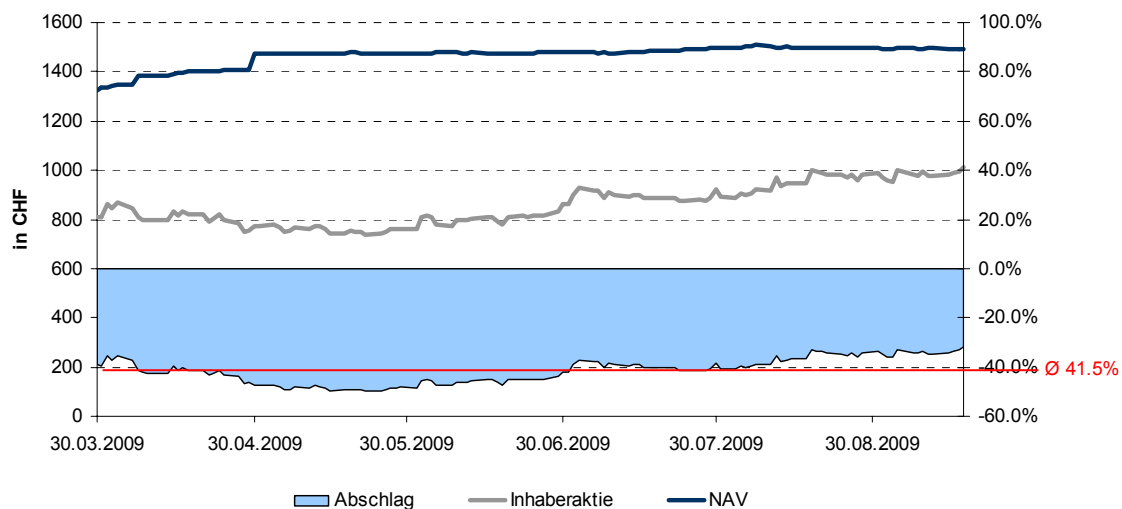
Für einen Aktionär stellt der Verkauf seiner Aktien über die Börse während der Angebotsfrist eine Alternative zur Annahme des Kaufangebots dar. Der im Rahmen eines Verkaufs an der Börse erzielbare Preis kann zwar im heutigen Zeitpunkt nicht festgestellt werden, ist aber im Zeitpunkt eines allfälligen Verkaufsentscheids dem Aktionär bekannt. Kann ein Aktionär mittels eines Verkaufs über die Börse einen höheren Nettoerlös erzielen als durch Annahme des Angebots, so ist diese Alternative attraktiver. Abbildung 9 zeigt, dass der durchschnittliche Abschlag des Aktienkurses vom NAV seit dem 30. März 2009<sup>8</sup> stets grösser war als der Abschlag, der aus der Annahme des vorliegenden Kaufangebots resultiert.

Die Preisfindung seit der Verselbständigung von Athris wurde massgeblich durch zwei Faktoren beeinflusst: einerseits tätigte der Hauptaktionär seit Juni 2009 Zukäufe, andererseits herrschte ein gewisser Verkaufsdruck, ausgelöst durch vorwiegend private Aktionäre, deren Hauptinteresse der Immobiliengesellschaft Jelmoli galt und für die der Exit über die von Athris ausgegebenen Put-Optionen nicht attraktiv war.

---

<sup>8</sup> Zeitpunkt des Vollzugs der Aufteilung der Jelmoli-Gruppe und Kotierung der Athris an der SIX Swiss Exchange

**Abbildung 9: Entwicklung des Abschlags seit Kotierung**



Quelle: Bloomberg

Es gilt zu bedenken, dass das Kaufangebot im Gegensatz zu einem Verkauf über die Börse allen Aktionären eine vollständige Veräusserung ihrer Bestände zu einem Einheitspreis und innerhalb kürzester Zeit ermöglicht. Die beschränkte Liquidität an der Börse macht die Veräusserung grösserer Positionen ohne Preiskonzessionen schwierig. Des Weiteren ist zu bedenken, dass Pelham beabsichtigt, nach Abschluss des Angebots die Dekotierung der Aktien zu beantragen.

## 6.2. Liquidation der Gesellschaft und Auszahlung des Liquidationserlöses

Würde Athris ihre Liquidation beschliessen, müssten anschliessend alle Aktiven verkauft werden und der nach Begleichung aller Verbindlichkeiten übrig bleibende Liquidationserlös käme zur Ausschüttung an die Aktionäre, wobei es die bei den Aktionären anfallenden Steuern zu berücksichtigen gilt. Aufgrund des hohen Stimmenanteils wäre eine solche Lösung zudem nur mit einem entsprechenden Entscheid von Pelham möglich, was früheren Aussagen des Hauptaktionärs zufolge als sehr unwahrscheinlich gilt. Ein weiterer Punkt betrifft das im Rahmen der Abspaltung von Jelmoli eingeholte Steuerruling. Das darin enthaltene Weiterführungskriterium besagt, dass mindestens zwei der im Zeitpunkt der Spaltung gehaltenen Beteiligungen<sup>9</sup> während mindestens zweier Jahre weiter gehalten werden müssen.

<sup>9</sup> Als Beteiligung im steuerrechtlichen Sinn werden üblicherweise Beteiligungen von mehr als 20% verstanden)

## Steuerliche Beurteilung<sup>10</sup>

Für Schweizer Aktionäre, welche die Aktien im Geschäftsvermögen halten bzw. als professionelle Wertschriftenhändler gelten („Institutionelle Aktionäre“), kommt das Buchwertprinzip zur Anwendung. D.h. die Differenz zwischen Liquidationserlös und steuerlich massgeblichem Buchwert unterliegt der Einkommens- und Gewinnsteuer. Somit sind die Steuerfolgen im Rahmen einer Liquidation vergleichbar mit denjenigen einer Veräusserung im Rahmen eines Kaufangebots.<sup>11</sup>

Für Schweizer Aktionäre, welche die Aktien im Privatvermögen halten („Privataktionäre“), ist die Differenz zwischen dem Liquidationserlös und dem Nennwert steuerbar. Da im vorliegenden Fall von Athris der Nennwert je Inhaberaktie nur CHF 1.00 und derjenige der Namenaktien CHF 0.20 beträgt, würde quasi der gesamte Liquidationserlös der Einkommenssteuer unterliegen. Der Vergleich zu einem steuerfreien Verkauf im Rahmen des Kaufangebots zeigt, dass für Privataktionäre die Liquidation eine steuerlich nachteilige Alternative darstellt.

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

Die steuerlichen Konsequenzen einer Liquidation sind je nach Aktionär unterschiedlich. Im Fall von Schweizer Privataktionären wirken sie sich im Vergleich zu einem Kaufangebot oder zu einem Verkauf über die Börse nachteilig aus, da sie zu einem wesentlich tieferen Nettoerlös nach Steuern führen.

## Wertveränderung und Risiken im Rahmen eines Liquidationsszenarios

Nebst dem NAV gilt es in einem Liquidationsszenario auch allfällige Mehr- oder Minderwerte zu berücksichtigen. Aufgrund von Kündigungsklauseln ist u.U. die Auflösung der Administrations-, Management- und Advisory Verträge mit Mehrkosten verbunden. Zusatzkosten entstehen dadurch, dass bis zur Beendigung des Liquidationsprozesses weiterhin Betriebskosten (Personal, externe Leistungen, etc.) anfallen. Weitere Mehrkosten ergeben sich aus den Anwalts-, Revisions- und Transaktionskosten, die im Rahmen der Liquidation anfallen würden.

Ein Liquidationsszenario birgt auch Risiken aus Sicht der Aktionäre. So könnte eine Liquidation des illiquiden Teils (zu attraktiven Preisen) des vorliegenden Portfolios relativ viel Zeit in Anspruch nehmen. Der Aktionär würde somit den Liquidationserlös bzw. Teile davon erst mit einer Verspätung erhalten. Zudem ist ein Liquidationsbeschluss (bedarf einer

---

<sup>10</sup> Im vorliegenden Gutachten sind Ausführungen zur steuerrechtlichen Behandlung nur allgemeiner Natur und beziehen sich insbesondere nur auf Aktionäre mit ausschliesslicher steuerlicher Ansässigkeit in der Schweiz.

<sup>11</sup> Eine Differenz besteht in der zeitlichen Verzögerung bei der Rückerstattung der Verrechnungssteuer im Falle der Liquidation.

qualifizierten Mehrheit der Generalversammlung) aufgrund des vorherrschenden Stimmenverhältnisses vom Hauptaktionär abhängig.

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

Kotierte Investmentgesellschaften mit teils liquiden Investitionen wurden in der Vergangenheit kaum liquidiert.<sup>12</sup> Die Private Equity Gesellschaft shaPE AG ist dagegen ein Beispiel aus der jüngeren Vergangenheit, dass eine Ankündigung einer Liquidation vom Markt durchaus positiv aufgenommen werden kann. So schnellte der Kurs am Tag der Ankündigung der Rückführung des Portfoliowertes von CHF 64.- (Schlusskurs per 15. September 2009) auf CHF 88.90 (Schlusskurs per 16. September 2009). Die Nachricht führte zu einer unmittelbaren Reduktion des Abschlags von 62.4% auf 47.7%. Häufiger sind aber Zusammenschlüsse mit Dritten oder Übernahmen / Überführung in Fonds, welche ganz oder teilweise von der Börse genommen werden.<sup>13</sup>

### **6.3. Ablehnung des Kaufangebots in Erwartung der vollständigen Rückbildung des Abschlags**

In Erwartung einer allfälligen zukünftigen vollständigen Rückbildung des Abschlags von Athris könnte ein Aktionär das Angebot ablehnen und die Athris Aktien behalten. Unter Berücksichtigung des äusserst geringen Free Floats<sup>14</sup> der Athris Aktien und einer entsprechend geringen Liquidität – welche durch das Andienen von Aktien weiter vermindert würde - erachten wir dieses Szenario kurz- bis mittelfristig als unwahrscheinlich.

Im Weiteren plant der Hauptaktionär nach Abschluss des Kaufangebots – nebst einer Dekotierung – die restlichen Aktien entweder für kraftlos erklären zu lassen (Squeeze-out gemäss Art. 33 BEHG, falls Stimmrechtsanteil >98%) oder Athris mittels Fusion in Pelham zu integrieren (Squeeze-out Merger gemäss Art. 18 Abs. 5 FusG, falls Stimmenanteil >90%). Im Falle des Squeeze-outs gemäss Art 33 BEHG erhält der Aktionär als Abfindung den

---

<sup>12</sup> Eine Ausnahme war Prime New Energy AG (2005). Der letzte Kurs am 30. Januar 2006 stand bei CHF 37.50. Der Nennwert machte noch CHF 30 aus, womit ein Grossteil des potenziellen Liquidationserlöses steuerlich vorteilhaft als Nennwertrückzahlung vorgenommen werden konnte. Die Mehrheit der Aktionäre waren gemäss Jahresbericht vom 31. März 2005 Institutionelle Aktionäre.

<sup>13</sup> Z.B. Sopafin, Société de participations financières (2002), Absolute Invest AG (2003), Pelham Investments SA (2004), Optical Investments AG (2004), ZKB Visionen (2004), EIC Electricity SA (2003/2005), Mach Hitech AG (2005), Swiss Small Cap Invest AG (2005), Absolute Managers AG (2005), Acorn Alternative Investments AG (2006), Absolute Europe (2006), Micro Value (2008I), BB Medtech (2009)

<sup>14</sup> Pelham besitzt zum Zeitpunkt der Voranmeldung bereits Athris Aktien im Umfang von 71.6% des Aktienkapitals resp. 87.7% der Stimmenrechte

Angebotspreis des vorausgegangenen Angebots. Ein Squeeze-out gemäss Art. 33 BEHG ist nur innert 3 Monaten nach Ablauf der Angebotsfrist möglich.

Im Gegensatz dazu hält das Gesetz im Falle eines Squeeze-out Mergers gemäss Art 18 Abs. 5 FusG in Art. 8 Abs. 2 FusG fest, dass eine Abfindung auszurichten ist, ohne sich über die Höhe zu äussern. Mangels gesetzlicher Vorschriften ist die Abfindung daher gemäss Lehrmeinung in Analogie zu Art. 7 Abs. 1 FusG namentlich unter Berücksichtigung des Vermögens der beteiligten Gesellschaften bzw. der Unternehmenswerte festzulegen. Es kann deshalb aufgrund des über dem Kaufangebot liegenden NAV bzw. ANAV nicht ausgeschlossen werden, dass die Abfindung im Rahmen eines Squeeze-out Mergers unter Umständen und vor Berücksichtigung der individuellen Steuersituation des Aktionärs substantiell höher ausfällt als das vorliegende Kaufangebot. Präzedenzfälle hierzu sind Sarasin jedoch nicht bekannt.

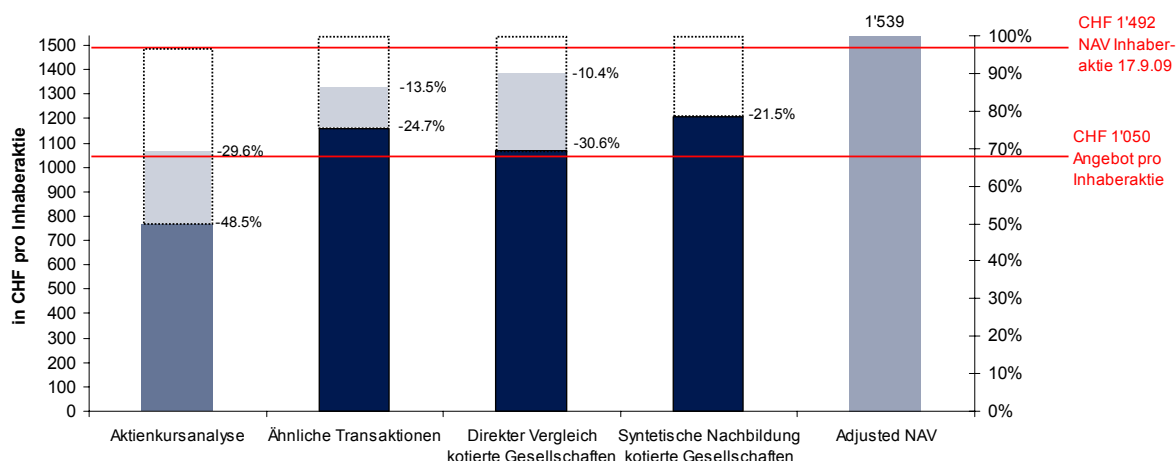
Zudem hat der Aktionär das Recht, auf Kosten der Gesellschaft eine Überprüfungsklage einzureichen, sofern diese nicht als rechtsmissbräuchlich taxiert wird.

#### **6.4. Zusammenfassung der Alternativen aus Sicht Aktionäre**

Für Athris Aktionäre, welche die Aktien im Geschäftsvermögen halten, besteht die Möglichkeit, dass ein zukünftiger Nettoliquidationserlös (nach Kosten und Steuern) höher wäre als der angebotene Preis. Dem Gewinnpotenzial im Rahmen eines Liquidations-szenarios stehen aber wesentliche Risiken gegenüber. Aufgrund des hohen Stimmenanteils des Hauptaktionärs liegt ein Liquidationsentscheid vollständig in dessen Ermessen. Das vorliegende Angebot lässt auf keine diesbezüglichen Absichten schliessen und eine baldige Liquidation erscheint daher zum heutigen Zeitpunkt als sehr unwahrscheinlich. Die weiteren Alternativen – Verkauf über die Börse und die Ablehnung des Angebots in Erwartung einer Rückbildung des Abschlags – sind gemäss unserer Beurteilung mit Unsicherheiten behaftet. Dies gilt auch für die Option Squeeze-out Merger nach FusG, da es abgesehen von den rechtlichen Risiken einzig vom Hauptaktionär abhängt, ob es zu einem Squeeze-out Merger kommt bzw. nicht.

## 7. Ergebnis des Gutachtens

Abbildung 10: Überblick Ergebnisse



Basierend auf den diesem Gutachten zugrunde liegenden Analysen und Überlegungen beurteilt Sarasin das Kaufangebot für die Publikumsaktionäre der Athris aus finanzieller Sicht als nicht angemessen. Diese Aussage stützt sich insbesondere auf die Analyse des adjustierten NAVs sowie die Analysen der Vergleichsunternehmen und Vergleichstransaktionen. Einerseits erlaubte uns die NAV-Analyse Aussagen zum absoluten Wert zu machen, andererseits konnten wir anhand der Methoden ähnlicher Gesellschaften und Transaktionen auch eine relative Beurteilung des Barangebots vornehmen. Gemäss diesen Bewertungsmethoden betrachtet Sarasin einen Abschlag von 15% bis 25% vom ANAV, gleichbedeutend mit einem Barangebot für Inhaberaktien zwischen CHF 1'154 und CHF 1'308 resp. für Namenaktien zwischen CHF 231 und CHF 262, als finanziell angemessen.

Unter Berücksichtigung der spezifischen Anlegerinteressen und -absichten, der Eigentümerstruktur von Athris, der zukünftig mutmasslich zunehmend eingeschränkten Handelbarkeit der Aktie, der limitierten Handlungsalternativen, der aktuellen Marktpreise, der rechtlichen Chancen und Risiken sowie der individuellen, steuerlichen Situation könnte aus Sicht der Publikumsaktionäre die Annahme des Barangebots trotzdem gerechtfertigt sein.

Zürich, 2. Oktober 2009

**Bank Sarasin & Cie AG**

sig. Alexander Cassani

sig. Matthias Spiess

## 8. Anhang

### 8.1. Multiplikatoren

Company	Country		Sales 2009E	Turnover Multiples		EBITDA Multiples		EBIT Multiples		P/E Multiples	
			LC	LTM	2009E	LTM	2009E	LTM	2009E	LTM	2009E
Prezzo PLC	BRITAIN	GBp	87	0.6x	0.7x	3.7x	4.2x	5.0x	6.1x	23.6x	11.4x
Carluccios PLC	BRITAIN	GBp	70	0.8x	0.7x	13.3x	7.7x	18.3x	12.0x	16.5x	17.0x
Clapham House Group PLC	BRITAIN	GBp	65	0.6x	0.6x	5.1x	4.6x	10.0x	9.6x	NM	11.3x
Cheesecake Factory Inc/The	UNITED STATES	USD	1'593	0.8x	0.8x	8.0x	7.6x	15.2x	13.9x	25.5x	21.4x
Texas Roadhouse Inc	UNITED STATES	USD	939	0.9x	0.9x	7.7x	7.5x	12.3x	12.0x	17.5x	17.2x
Carrols Restaurant Group Inc	UNITED STATES	USD	822	0.6x	0.6x	5.2x	5.3x	8.2x	NA	8.4x	7.9x
O'Charleys Inc	UNITED STATES	USD	885	0.4x	0.4x	6.4x	4.6x	20.7x	NA	NM	25.3x
<b>AVERAGE (All Comparables)</b>				<b>0.7x</b>	<b>0.7x</b>	<b>7.1x</b>	<b>5.9x</b>	<b>12.8x</b>	<b>10.7x</b>	<b>18.3x</b>	<b>15.9x</b>
<b>AVERAGE (w/o Min &amp; Max)</b>				<b>0.7x</b>	<b>0.7x</b>	<b>6.5x</b>	<b>5.9x</b>	<b>12.8x</b>	<b>11.2x</b>	<b>19.2x</b>	<b>15.7x</b>

LC: local currency; LTM: Last twelve months

Source: Bloomberg, Sarasin

## 8.2. Übersicht vergleichbare Gesellschaften

Company	Currency	Market Cap as per 17.9.2009 (in LC)	Share price as per 17.9.2009	NAV	Discount as per 17.9.2009
Swiss Small Cap Invest	CHF	34	72.5	81.0	-10.4%
NEBAG	CHF	57	10.2	11.5	-11.1%
ENR Russia Invest	CHF	74	28	38.2	-26.6%
Pargesa	CHF	7'559	89	128.2	-30.6%
Sustainable Performance	CHF	131	212	210.1	0.9%
Formulafirst	CHF	47	14.8	14.9	-0.6%
Alpine Select	CHF	162	12.2	12.9	-5.4%
BB Biotech	CHF	1'394	76.4	96.0	-20.4%
ENR Russia Invest	CHF	74	28	38.2	-26.6%
Castle Private Equity	CHF	257	5.95	11.6	-48.5%
Absolute Private Equity	USD	407	9.02	17.7	-49.0%
Private Equity Holding	CHF	130	32.5	68.5	-52.5%
Shape	CHF	58	64	170.0	-62.4%

LC: local currency

Source: Bloomberg, FuW, Sarasin

### 8.3. Übersicht vergleichbare Transaktionen

Target Company	Offeror	Year	Currency	Offer Price	NAV	Closing Price	Discount to NAV
EIC Electricity	Alpine Select	2003	CHF	14.0	16.2	14.0	-13.5%
Growth Value Opportunities	Paramount	2008	CHF	206.0	242.2	204.0	-14.9%
Swiss Small Cap Invest	Corisol	2005	CHF	69.1	85.4	71.0	-19.1%
Harwanne	MMA Vie	2009	CHF	3.5	4.6	2.5	-24.7%
<b>Average</b>							<b>-18.1%</b>

Source: Offer Prospectus, Bloomberg, Swiss Takeover Board (Homepage)

**8.4. Abkürzungsverzeichnis / Glossar**

ANAV	Ajustierter (angepasster) Net Asset Value
Athris	Athris Holding AG, Zug
Angebotspreis	CHF 1'050 pro Inhaberaktie resp. CHF 210 pro Namenaktie, der im Rahmen des Kaufangebots von Pelham offerierte Preis
LIBOR	London Inter Bank Offer Rate; Zinssatz, den sich Banken für kurzfristige Kredite in Rechnung stellen
LTM	Last twelve months; die letzten zwölf Monate
NAV	Net Asset Value
Net Asset Value	Nettoinventarwert
Privataktionär	Schweizer Aktionäre, welche die Aktien aus steuerrechtlicher Sicht im Privatvermögen halten