

ALANTRA

Fairness Opinion – Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.

Fairness Opinion zum öffentlichen Kaufangebot der Edmond de Rothschild Holding S.A.
für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.
zum Nominalwert von CHF 500.00 je Aktie

17. April 2019

Für die betreffenden Einheiten verwendete Abkürzungen

EdR	Edmond de Rothschild Gruppe, <i>bezeichnet die Gruppe von Unternehmen, die sich im Besitz der Edmond de Rothschild Holding befinden und von ihr kontrolliert werden</i>
EdRF	Edmond de Rothschild (France), <i>bezeichnet das Unternehmen im Besitz von Edmond de Rothschild S.A., der französischen Holdinggesellschaft der Edmond de Rothschild Gruppe</i>
EdRS	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.
EdRH	Edmond de Rothschild Holding S.A.
EdRSA	Edmond de Rothschild S.A., <i>zu 99,99% im Besitz von EdRH</i>
EdRS (PFC)	Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. nach der Übernahme von EdRF, <i>auf kombinierter (Pro-Forma-)Basis</i>

Inhalt

- Einleitung
- Unternehmensübersicht
- Bewertungsüberlegungen
- Ergebnis der Fairness Opinion
- Anhänge

Einleitung

- Ausgangslage
- Auftrag von Alantra
- Beurteilungsvorgehen
- Beurteilungsgrundlagen

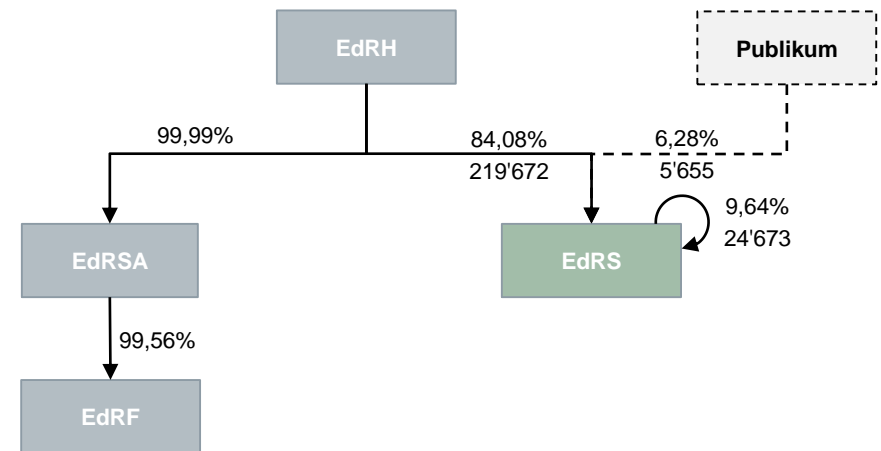
Einleitung

Ausgangslage (1/2)

Ausgangslage

- EdRS ist an der SIX Swiss Exchange kotiert. Per 12. März 2019 betrug die Marktkapitalisierung des Unternehmens CHF 1'476 Mio.
- EdRS bietet vermögenden institutionellen und Privatkunden in der Schweiz und international Dienstleistungen im Wealth Management und Asset Management an.
- Das gezeichnete Aktienkapital des Unternehmens beträgt CHF 45'000'000, aufgeteilt in 200'000 voll liberierte Namenaktien zum Nominalwert von CHF 100.00 je Aktie sowie 50'000 voll liberierte Inhaberaktien zum Nominalwert von CHF 500.00 je Aktie (an der SIX Swiss Exchange kotiert).
- Die 200'000 nicht kotierten Namenaktien zum Nominalwert von CHF 100.00 je Aktie sowie die 50'000 an der SIX Swiss Exchange kotierten Inhaberaktien zum Nominalwert von CHF 500.00 je Aktie sind gemäss Art. 7 (2) und (3) der Statuten mit denselben wirtschaftlichen Berechtigungen nach Massgabe ihres Nominalwerts verbunden. Sowohl die Namen- als auch die Inhaberaktien sind voll liberiert.
- EdRS verfügt nicht über genehmigtes oder bedingtes Kapital.
- Die Statuten von EdRS enthalten eine Bestimmung, wonach Bieter nicht verpflichtet sind, ein Übernahmeangebot nach den Artikeln 135 und 163 des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes vom 19. Juni 2015 abzugeben (Opting-out-Klausel). Zudem unterliegt das EdRH-Angebot angesichts der Tatsache, dass EdRH per 1. Februar 1997 über 50% der Stimmrechte von EdRS hielt und die Beteiligung seither nie unter diesen Schwellenwert gefallen ist, weder den Bestimmungen des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes noch einschlägigen Rechtsvorschriften betreffend das Pflichtangebot (einschliesslich der Mindestpreisregeln, die nicht gelten).
- Per 31. Dezember 2018 werden 219'672 der Aktien von EdRS (180'000 Namen- und 39'672 Inhaberaktien) von EdRH gehalten. Weitere 24'673 (20'000 Namen- und 4'673 Inhaberaktien) sind eigene Aktien und 5'655 Inhaberaktien sind in Publikumsbesitz (*siehe Illustration rechts*).
- Im Lauf des Jahres 2018 löste EdRS die Kreuzbeteiligung mit der Rothschild Holding AG (Zürich) auf, in deren Besitz 20'000 Namen- und 3'600 Inhaberaktien von EdRS waren, die zusammen 8,44% des Aktienkapitals und 9,44% der Stimmrechte ausmachten. Diese Aktien sind nun als eigene Aktien im Besitz von EdRS.

Illustration: Aktienbeteiligungen per 31. Dezember 2018¹



1) Beteiligung am Aktienkapital, nicht Stimmrechte (in der gesamten vorliegenden Fairness Opinion)

Einleitung

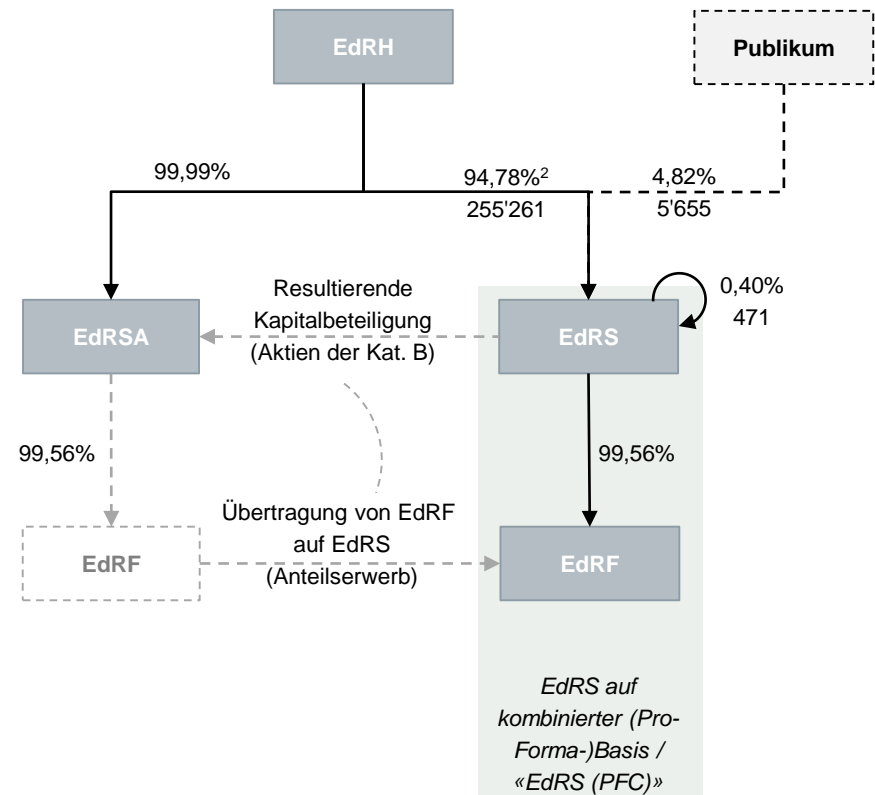
Ausgangslage (2/2)

Am 13. März 2019 machte EdRH eine Voranmeldung für ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien von EdRS zum Nominalwert von CHF 500.00 je Aktie (das «EdRH-Angebot»). Die zu zahlende Gegenleistung beläuft sich auf CHF 15'500 pro Inhaberaktie.¹

Ausgangslage

- Im Bestreben, die Unternehmensorganisation zu vereinfachen, hat EdR ein gruppenweites Projekt mit den folgenden Hauptzielen lanciert:
 - Schaffung einer einzigen Bankengruppe
 - Vereinfachung der Rechtsstruktur der Gruppe und Straffung der Governance
 - Verbesserung der Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit – *only one Edmond de Rothschild* (einheitlicher Auftritt)
- Das Projekt umfasst drei wesentliche Schritte:
 1. Vernichtung der wiedererworbenen eigenen Aktien von EdRS (im Rahmen der im August 2018 abgeschlossenen Auflösung der Kreuzbeteiligung mit der Rothschild Holding AG) durch Kapitalherabsetzung (dürfte vorbehaltlich behördlicher Genehmigungen im Juli 2019 abgeschlossen sein).
 2. Übertragung von EdRF auf EdRS gegen neu ausgegebene Aktien. Eine neue Klasse von EdRS-Aktien (Kategorie «B», nicht kotierte Namenaktien) mit demselben Nominalwert wie die börsenkotierten Inhaberaktien wird im Rahmen einer Kapitalerhöhung ausgegeben (dürfte vorbehaltlich behördlicher Genehmigung im Juli 2019 abgeschlossen sein).
 3. Angebot von EdRH an die Minderheitsaktionäre und anschliessende Dekotierung von EdRS (gemäss den geltenden Bestimmungen). Ausgehend vom aktuellen Zeitplan dürfte der Angebotsprospekt am 23. April 2019 veröffentlicht werden.
- Der dritte und letzte Schritt der Transaktion ist Gegenstand der vorliegenden Fairness Opinion (siehe nächste Seite für Einzelheiten).
- Es werden keine wesentlichen Synergien aus der Zusammenführung der Geschäftsaktivitäten erwartet. Eine Integration auf Betriebsebene hat bereits stattgefunden.
- Die Illustration rechts stellt die Beteiligungs- und Aktionärsstruktur nach Schritt 2 (oben) dar.

Illustration: Aktienbeteiligungen nach Schritt 2



¹) Weitere Informationen zum EdRH-Angebot, einschliesslich der Bedingungen, sind in der Voranmeldung vom 13. März 2019 einsehbar

²) Beinhaltet die anschliessende Beteiligung von EdRSA an EdRS (34'987 neu ausgegebene Aktien der Kat. «B»), die per Ende September 2019 in Form einer Sachdividende an EdRH übertragen werden soll

Einleitung

Auftrag von Alantra

Auftrag des Verwaltungsrates

- Der Verwaltungsrat¹ von EdRS hat Alantra beauftragt, im Rahmen einer Fairness Opinion die finanzielle Angemessenheit des EdRH-Angebots aus Sicht der Publikumsaktionäre, die Inhaberaktien von EdRS halten, zu beurteilen.
- Die Fairness Opinion ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat von EdRS als Teil seines Berichts an die Aktionäre bezüglich des EdRH-Angebots bestimmt (gemäss Verordnung der UEK über öffentliche Kaufangebote). Zur Klarstellung sei erwähnt, dass die Fairness Opinion ausschliesslich die finanzielle Angemessenheit des EdRH-Angebots für die Inhaber von Inhaberaktien von EdRS, die an der SIX Swiss Exchange kotiert sind, beurteilt, nicht aber für Inhaber von Aktien anderer Klassen.
- Diese Fairness Opinion darf in Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot publiziert werden. Ausserdem darf im Bericht des Verwaltungsrates sowie im Angebotsprospekt darauf verwiesen werden. Eine Verwendung für sonstige Zwecke ist nicht erlaubt.
- Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre von EdRS dar, das EdRH-Angebot anzunehmen oder abzulehnen.
- Des Weiteren enthält sie keine Beurteilung der folgenden Punkte:
 - Abgeltungsmodalitäten und weitere Bedingungen des EdRH-Angebots
 - Rechtliche und steuerliche Beurteilung der Transaktionsstruktur
 - Auswirkungen, die sich aus einer Annahme oder Ablehnung des EdRH-Angebots ergeben können
 - Zukünftiger Wert der EdRS-Aktie
- Alantra hat weder eine Revision nach Schweizer Aktienrecht noch irgendeine Form von Due Diligence durchgeführt.
- Im Zusammenhang mit dem Auftrag zur Erstellung einer Fairness Opinion erhält die Alantra AG («Alantra») keine Entschädigung, die von bestimmten Aussagen zur Bewertung von EdRS, EdRF oder EdRS (PFC) oder vom Erfolg einer Transaktion mit EdRH abhängig ist. Alantra bestätigt hiermit, ihre Meinung unabhängig und gemäss dem UEK-Rundschreiben Nr. 3 bezüglich Beurteilungsexperten gebildet zu haben.

- Gemäss Verfügung der UEK vom 27. September 2011 ist Alantra für die Erstellung von Fairness Opinions im Rahmen öffentlicher Kaufangebote in der Schweiz besonders befähigt.

Umfang des Auftrags

- In der Fairness Opinion werden die folgenden Themen behandelt, die als relevant identifiziert wurden und unter den Auftrag von Alantra fallen:

- A** **Hauptaufgabe:** Angemessenheit und Fairness des EdRH-Angebots aus Sicht der Publikumsaktionäre, welche Inhaberaktien von EdRS halten, zu beurteilen.
 - Dies erfordert eine Bewertung des kombinierten (Pro-Forma-) Unternehmens (EdRS PFC) auf der Grundlage des Businessplans.
 - Die Bewertung basiert auf der Kapitalstruktur von EdRS nach Abschluss von Schritt 2 des Projekts, um die unterschiedlichen Aktien zu berücksichtigen.
 - Die Übertragung von EdRF auf EdRS stellt ein Element dar, das sich massgeblich auf den Wert auswirkt, weshalb sie einzeln bewertet werden muss. Und zwar *wie unten ausgeführt*:
- B** **Zusätzliche Aufgabe:** Angemessenheit des Ausgleichs von EdRSA für die Übertragung von EdRF auf EdRS zu beurteilen.
 - Der Ausgleich wird anhand der neu ausgegebenen Aktien von EdRS (Namenaktien der Kat. «B» mit demselben Nominalwert wie die Inhaberaktien) beurteilt, *wie auf Seite 6 illustriert*.
 - Daher sind auch vollständig voneinander getrennte Bewertungen (Standalone-Bewertungen) von EdRS und EdRF notwendig.

Hinweis: Die Kennzeichnungen **A** und **B** werden in der gesamten vorliegenden Fairness Opinion zwecks Transparenz verwendet.

Einleitung

Beurteilungsvorgehen

Beurteilungsvorgehen

- Für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des EdRH-Angebots hat Alantra umfassende Wertüberlegungen und Analysen zu EdRS, EdRF sowie zum kombinierten (Pro-Forma-)Unternehmen (EdRS PFC) durchgeführt.
- Die zugrunde liegenden Bewertungsobjekte sind EdRS und EdRF mit ihren Tochtergesellschaften auf konsolidierter Basis.
- Der Bewertungsstichtag ist der 12. März 2019.
- Als Resultat der Bewertungsanalyse ergibt sich eine Bewertungsbandbreite für den Eigenkapitalwert von EdRS (PFC). Die so ermittelte Bandbreite für den impliziten Wert je Inhaberaktie von EdRS (PFC) stellt eine Indikation dar, nach welcher das EdRH-Angebot bezüglich finanzieller Fairness und Angemessenheit beurteilt werden kann.
- Mögliche Effekte auf Ebene des einzelnen Aktionärs, wie beispielsweise steuerliche Auswirkungen, wurden nicht berücksichtigt.
- Die Bewertungsbandbreite für EdRS (PFC) als Unternehmen und die abgeleitete Bewertungsbandbreite je Inhaberaktie von EdRS (PFC) wurde primär auf Basis einer Analyse, der das Dividendendiskontierungsmodell (DDM) zugrunde liegt, ermittelt. Im Rahmen der DDM-Analyse wurden auch Sensitivitätsanalysen mittels Anpassung der wichtigsten Werttreiber durchgeführt. Zur Plausibilisierung der DDM-Resultate wurden zusätzliche relative Bewertungsmethoden¹ wie eine Analyse vergleichbarer Unternehmen und eine Analyse vergleichbarer Transaktionen herangezogen.
- Die Bewertung basiert auf den Annahmen der Businesspläne, die von der Geschäftsleitung von EdRS beziehungsweise EdRF erstellt wurden.
- Die beiden Businesspläne wurden von Alantra unter Berücksichtigung der historischen Ergebnisse, der historischen und erwarteten Marktentwicklung sowie der Branchenbenchmarks gründlich geprüft. Es fanden mehrere Sitzungen und Telefonkonferenzen mit den Geschäftsleitungsteams statt, um die erhaltenen Informationen und den jeweiligen Businessplan zu plausibilisieren.
- Die bereitgestellten Businesspläne enthielten keine technischen Annahmen für Bewertungszwecke (z.B. Eigenkapitalkosten, nachhaltige Wachstumsrate).

1) Die relative Bewertung ist eine Methode, bei der die beobachtbaren Marktbewertungen von kotierten Gesellschaften und die Werte vergleichbarer Transaktionen als Richtwert für die Bewertung des Zielunternehmens herangezogen werden. Die Bewertungsmultiplikatoren werden aus diesen Quellen abgeleitet und auf das Zielunternehmen angewandt.

Einleitung

Beurteilungsgrundlagen

Beurteilungsgrundlagen

- Alantra hat folgende Grundlagen zur Beurteilung verwendet:
 - Öffentlich zugängliche Informationen zu EdRS und EdRF, die für die Analyse als relevant erachtet wurden. Dazu zählen die Jahresberichte für die Geschäftsjahre 2013 bis 2017, Investorenpräsentationen und Medienmitteilungen sowie die separaten «Säule 3»-Offenlegungen (Geschäftsjahr 2017) von EdRS und EdRF.
 - Unternehmensinterne Informationen, welche für die Analyse als relevant erachtet wurden, darunter insbesondere die Ist-Werte für das Geschäftsjahr 2018 sowie der Businessplan für die Geschäftsjahre 2019 bis 2022. Die Businesspläne wurden durch die Geschäftsleitung von EdRS beziehungsweise EdRF erstellt und dem Verwaltungsrat von EdRH am 12. Dezember 2018 unterbreitet.
 - Gespräche und Telefonkonferenzen mit der Geschäftsleitung von EdRS und EdRF mit Fokus auf die Finanz- und Ertragslage sowie die Geschäftsentwicklung der Unternehmen, das aktuelle und künftige Marktumfeld, Werttreiber und die zugrunde liegenden Annahmen in den Businessplänen.
 - Prognosen im Zusammenhang mit der Bilanz- und Kapitalplanung über den Zeitraum des Businessplans (Geschäftsjahre 2019 bis 2022), einschliesslich RWA-Planung, Prognosen hinsichtlich des als CET1-anrechenbaren Kapitals und der damit verbundenen Kapitalquoten nach Basel III für EdRS, EdRF und EdRS (PFC).
 - EdR-interne Bewertungen von stillen Reserven (nach Steuern) bei EdRS und EdRF.
 - Detaillierte Informationen zur Überleitung des Finanzergebnisses nach IFRS auf Swiss GAAP für EdRF, Einzelheiten zu den Goodwill-Bewertungen und die damit verbundenen Abschreibungsmuster unter Swiss GAAP für EdRF, EdRS und EdRS (PFC).
 - Aufschlüsselung der AuM für EdRS, EdRF und EdRS (PFC) per Ende Jahr 2018 (letzte verfügbare Daten).
 - Beschreibende Dokumente über die Strategie (separat für die Segmente Wealth Management und Asset Management) mit Details zu den Planungsannahmen sowie zu den eingeleiteten und geplanten Massnahmen im Rahmen der Businesspläne.
 - Kapitalmarkt- und Finanzdaten zu EdRS und ausgewählten vergleichbaren Unternehmen (primäre Quellen: Bloomberg und Factset).
 - Daten von vorhergehenden Transaktionen im Sektor (Quelle: Mergermarket und öffentliche Quellen).

Hinweise

- Alantra ist bei der Erstellung der Fairness Opinion davon ausgegangen, dass die Finanzinformationen und anderen Daten zu EdRS, EdRF und EdRS (PFC) richtig und vollständig sind. Alantra hat sich auf diese Informationen verlassen, ohne die Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen.
- Alantra wurde von der Geschäftsleitung von EdRS bestätigt, dass Letztere sich keiner Tatsachen oder Umstände bewusst ist, wonach die zur Verfügung gestellten Informationen unvollständig, unrichtig oder irreführend wären.
- Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat Alantra keine physische Inspektion irgendwelcher Gebäude und/oder Standorte von EdRS oder EdRF vorgenommen.
- Die Informationen und Kriterien in diesem Dokument basieren auf dem vorherrschenden Markt-, Unternehmens- und Wirtschaftsumfeld am 12. März 2019. Später eintretende Umstände können sich auf die Informationen auswirken, die als Grundlage für diese Analyse verwendet wurden. Alantra ist nicht verpflichtet, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen zu aktualisieren, zu überprüfen oder zu bestätigen.

Unternehmensübersicht

- Allgemeine Informationen
- Geschäftsaktivitäten und Produkte
- Historische Finanzkennzahlen
- Der Markt
- Strategische Planung

Allgemeine Informationen

Edmond de Rothschild Gruppe – Übersicht

Beschreibung des Unternehmens

- Die Edmond de Rothschild Gruppe bietet ihren Kunden weltweit Wealth Management, Asset Management, Private Equity und Corporate-Finance-Lösungen.
- Das 1953 von Baron Edmond de Rothschild gegründete Unternehmen, das nach wie vor in Familienbesitz ist, legt einen starken Fokus auf sein historisches Vermögensverwaltungsgeschäft.
- Per 31. Dezember 2018 zählte die Gruppe weltweit 2'697 Mitarbeitende.
- Die Gruppe besteht aus verschiedenen Rechtseinheiten. Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. und Edmond de Rothschild S.A. mit ihrer Tochtergesellschaft Edmond de Rothschild (France) sind zwei getrennte Konsolidierungseinheiten, zu denen verschiedene Tochtergesellschaften gehören.
- Die Inhaberaktien von EdRS sind, wie bereits erwähnt, an der Schweizer Börse kotiert.

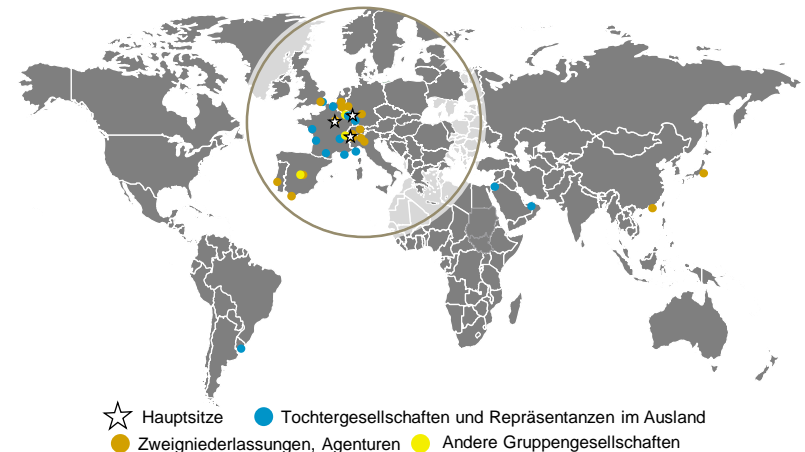
Geografische Präsenz

- Die Gruppe verfügt über rechtliche Vertretungen in der Schweiz, Frankreich, Israel, Luxemburg, Monaco, dem Vereinigten Königreich, Italien und China.
- Zudem ist das Unternehmen mit Zweigniederlassungen in den Vereinigten Arabischen Emiraten, Uruguay, Belgien, Portugal, Deutschland und Spanien präsent.
- In Südamerika und Asien beschränkt sich die Dienstleistungspalette der Gruppe auf Private-Banking-Lösungen, eine international angebotene Dienstleistung. In ausgewählten europäischen Ländern wie der Schweiz, Frankreich, dem Vereinigten Königreich und Luxemburg erbringt die Gruppe dagegen auch Dienstleistungen in den Bereichen Asset Management, Private Equity und Corporate Finance.

Geschäftsstruktur (EdRS PFC)

	Edmond de Rothschild (Schweiz)	Edmond de Rothschild (France)
Geschäftsaktivitäten	<ul style="list-style-type: none"> Private Banking: Anlagedienstleistungen, Wealth Engineering, Finanzierungs- und Unternehmenslösungen, exklusive Dienstleistungen sowie Family Advisory Asset Management: Aktien, Unternehmensanleihen, Immobilien, Overlay-Management Private Equity: Anlagen in verschiedenen Sektoren Corporate Finance 	<ul style="list-style-type: none"> Private Banking: Analyse und Risikokontrolle, Lebensversicherung, Beratung, Philanthropie, Wealth Engineering, Private Banking für Frauen Asset Management: Aktien, Asset Allocation, Unternehmens- und Staatsanleihen Private Equity: Anlagen in verschiedenen Sektoren Corporate Finance
Kunden	<ul style="list-style-type: none"> Affluent und High Net Worth Individuals Unternehmer Unternehmens- und institutionelle Kunden 	<ul style="list-style-type: none"> Affluent und High Net Worth Individuals Unternehmer Unternehmens- und institutionelle Kunden

Geografische Präsenz (wichtigste Geschäftsstellen)



Geschäftsaktivitäten

Edmond de Rothschild (Suisse) S.A. – Übersicht

Beschreibung des Unternehmens und Übersicht über die Segmente

- **Beschreibung:** Edmond de Rothschild (Suisse) erbringt massgeschneiderte Vermögensverwaltungsdienstleistungen für vermögende institutionelle und Privatkunden in der Schweiz und im Ausland.
- **Hauptsitz:** Genf, Schweiz
- **Mitarbeitende:** 1'876 (31. Dezember 2018)

Private Banking

Breites Spektrum an massgeschneiderten Private-Banking-Lösungen: von Vermögensanalyse- und -strukturierung, über Family Advisory bis hin zu Philanthropie und Kunsterwerb, mit dem Ziel, für die Kunden Mehrwert zu schaffen und eine langfristige Geschäftsbeziehung aufzubauen.

Asset Management

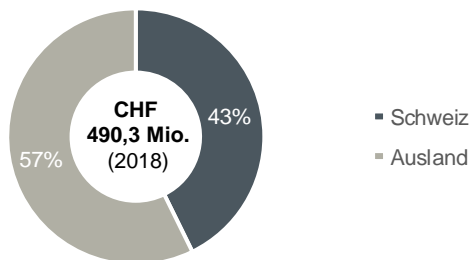
Aktiv verwaltete offene Fonds, quantitatives Management, individuelle Mandate und spezifische Anlagelösungen basierend auf gründlichem Research und Analyse sowie ein innovativer Managementstil, um die Bedürfnisse der Anleger zu erfüllen.

Andere Aktivitäten

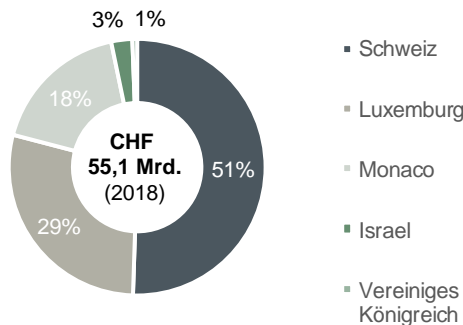
- Die Private-Equity-Sparte von EdRS arbeitet aktiv mit den Führungskräften ihrer Unternehmenskunden zusammen, um Unternehmenswachstum und Wertschöpfung zu generieren.
- Corporate-Finance-Beratung für kleine und mittlere Unternehmen bei Kapitaltransaktionen, welche Industrieanlagen, Betriebsvermögen oder Immobilien betreffen, sowie Fund-Raising, strategische Immobilienberatung sowie Beratung im Zusammenhang mit Börsengängen und für börsennotierte Unternehmen.

Aufgliederung Geschäft (in CHF Mio.)¹

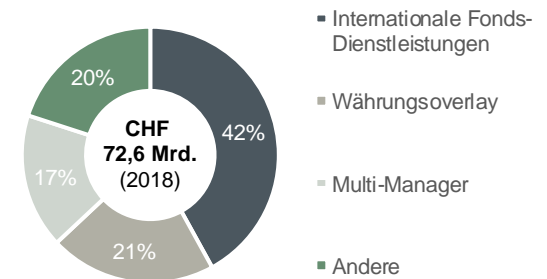
Gebühren und Kommissionsertrag (nach Domizil)



AuM Wealth Management (nach Region)



AuM Asset Management



Geschäftsaktivitäten

Edmond de Rothschild (France) – Übersicht

Beschreibung des Unternehmens und Übersicht über die Segmente

- **Beschreibung:** Edmond de Rothschild (France) erbringt massgeschneiderte Finanzdienstleistungen für einen internationalen Kundenstamm bestehend aus vermögenden Familien, Unternehmern und grossen Einrichtungen.
- **Hauptsitz:** Paris, Frankreich
- **Mitarbeitende:** 792 (31. Dezember 2018)

Private Banking

Das angestammte Geschäft von EdRF besteht in der Verwaltung des Vermögens, das wohlhabende Familien aufgebaut oder geerbt haben. Die Dienstleistungspalette reicht von Finanzplanung, über Anlagedienstleistungen und Vermögensstrukturierung bis hin zu Rechts- und Steueranalysen und Lebensversicherungsberatung.

Asset Management

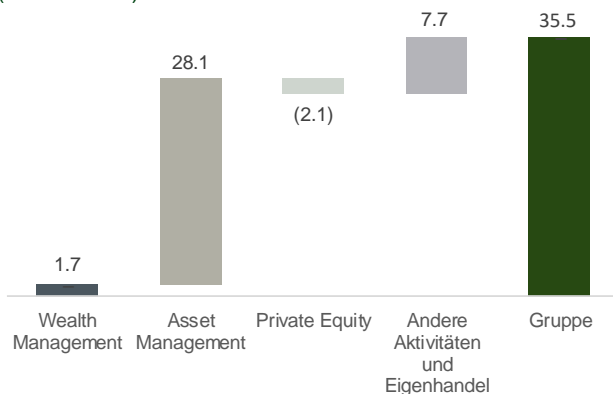
Beständiger Anlageansatz basierend auf aktivem Management, Research und einem Fokus auf Innovationsstrategien.

Andere Aktivitäten

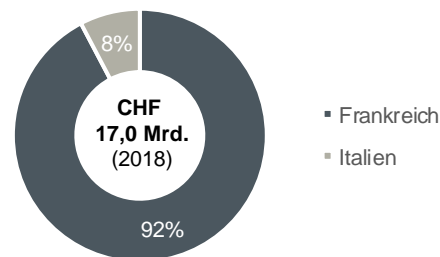
- Ergänzendes Private-Equity-Angebot für Private-Banking-Kunden durch wertschöpfende Anlagelösungen, mit einem Fokus auf Parallelfonds, Mezzanine-Anlagevehikel, Wachstumskapital und Biotech-Fonds.
- Die Corporate-Finance-Einheit von EdRF berät kleine und mittlere Unternehmen bei Kapitaltransaktionen, welche Industrieanlagen, Betriebsvermögen oder Immobilien betreffen. Zudem andere Geschäfte mit Banken und grossen Unternehmen, etwa strategische Immobilienberatung und Fundraising.

Aufgliederung Geschäft (in CHF Mio.)¹

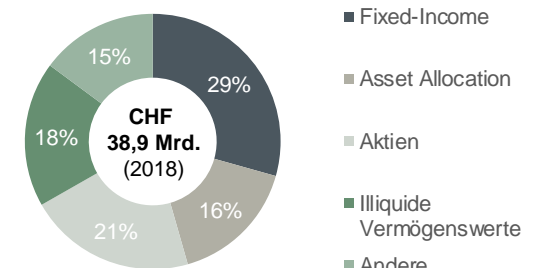
Operatives Ergebnis 2018 nach Division (in EUR Mio.)



AuM Wealth Management (nach Region)



AuM Asset Management

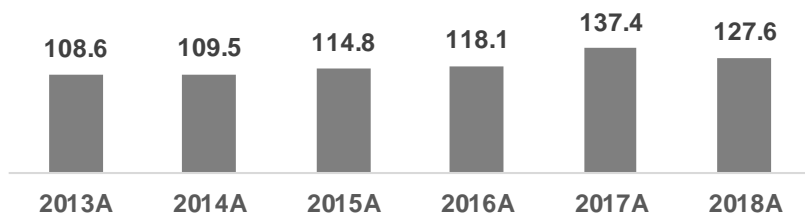


Historische Finanzkennzahlen

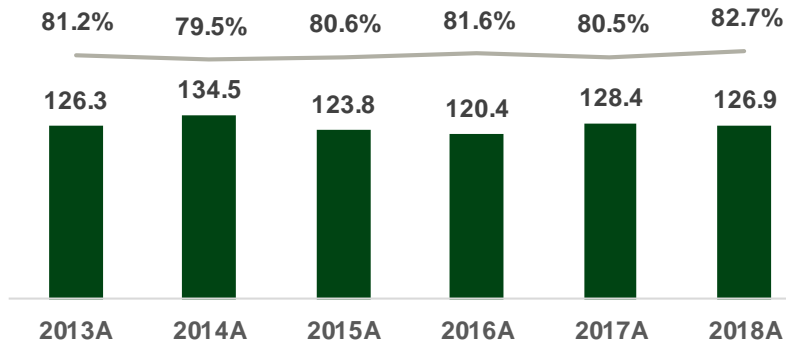
EdRS und EdRF – historische Entwicklung

EdRS: Entwicklung wichtiger Finanzkennzahlen¹

Entwicklung der AuM 2013–18 (Mrd. CHF)



Operatives Ergebnis² (Mio. CHF) und CIR (%): Entwicklung 2013–18

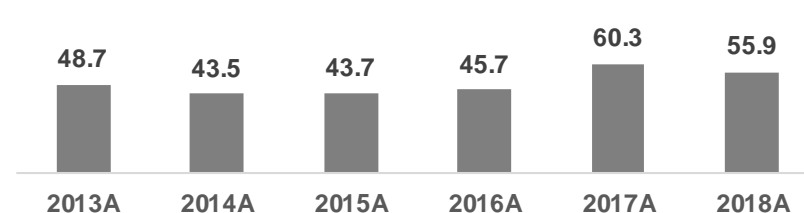


Bemerkungen:

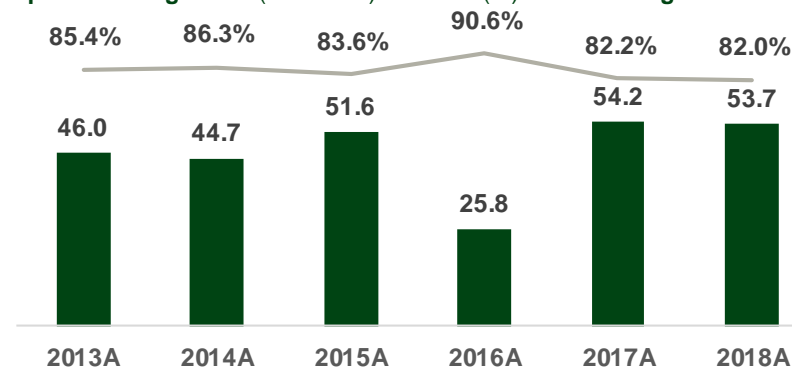
- Die verwalteten Vermögen (Assets under management, AuM) von EdRS beliefen sich 2018 auf CHF 127,6 Mrd., wodurch eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (CAGR) von 3,3% seit 2013 resultiert.
- 2017 wurde mit CHF 137,4 Mrd. ein bemerkenswerter Höchstwert erreicht, auf den 2018 ein Rückgang um 7,2% folgte.
- Das Aufwand-Ertrag-Verhältnis (CIR) blieb über den Betrachtungszeitraum relativ stabil.

EdRF: Entwicklung wichtiger Finanzkennzahlen¹

Entwicklung der AuM 2013–18 (Mrd. CHF)



Operatives Ergebnis³ (Mio. EUR) und CIR (%): Entwicklung 2013–18



Bemerkungen:

- EdRF verzeichnete ein konstantes Wachstum der AuM, wobei sich die CAGR seit 2013 auf 2,8% beläuft.
- Zwischen 2016 und 2017 nahmen die AuM um starke 31,9% zu.
- Das CIR sank seit 2013 um ca. 3 Pp.

Der Markt

Wealth Management

Allgemeine Marktübersicht

- Der europäische Wealth-Management-Markt besteht aus mehreren grossen Akteuren wie UBS, Credit Suisse, BNP Paribas und Julius Bär sowie vielen mittleren und kleinen Playern. Per 1H2018 waren in der Schweiz deren 20 (grosse), 29 (mittlere) bzw. 58 (kleine) tätig (siehe Abbildung unten rechts).
- Die AuM sind in den letzten Jahren konstant gewachsen; mit einem starken Wachstum von 7% im Jahr 2017.
- Das Niedrigzinsumfeld sowie die niedrigeren Ertragsmargen für Mandate haben zu einer Erosion der Ertragsmargen seit 2013 geführt.
- Die Branche hat sich verstärkt auf vermögendere Kunden fokussiert; 2017 betrug der Anteil von UHNW-Vermögen 30%. Diese Kunden zahlen niedrigere Gebühren, was in einem niedrigeren Beitrag zur Gewinnmarge resultiert.
- Die Fähigkeit, Nettozuflüsse zu generieren, hängt stark von Grösse und Geschäftsmodell der Bank ab. Private-Banking-Sparten grosser Universalbanken sowie Privatbanken mit AuM von über EUR 30 Mrd. haben die kleineren unabhängigen und Offshore-Privatbanken überholt.

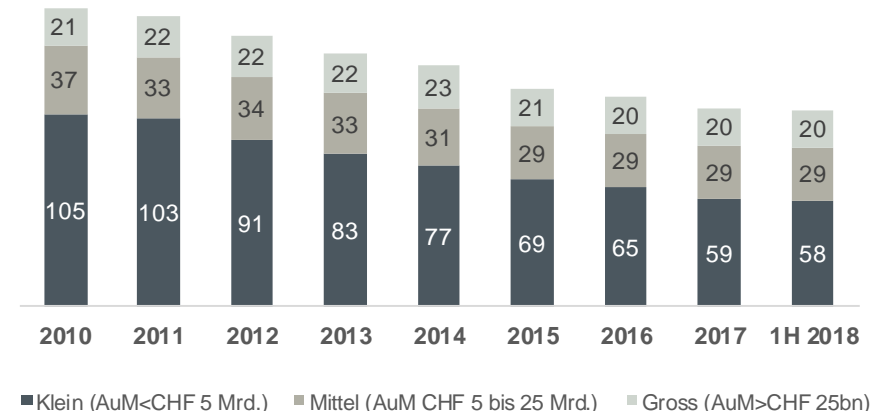
Wichtige Markttreiber und Risiken

- Eine nachhaltige Bewirtschaftung sowie eine Verringerung der Kostenbasis werden von wesentlicher Bedeutung sein, um auch in Zeiten niedrigerer Markttrenditen rentabel zu bleiben.
- Die individuelle Differenzierung der einzelnen Banken sowie die Angebotssegmentierung ist eine der künftigen Kernaufgaben der Wealth Manager, denn es handelt sich dabei um eine Chance und eine Herausforderung zugleich, um einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den Konkurrenzunternehmen zu erlangen.
- Die Nettozuflüsse werden voraussichtlich weiter auf einem niedrigen Niveau bleiben, sodass die Rentabilität weiterhin von der Marktpformance abhängt.
- Zwischen 2016 und 2025 dürften die Vermögen von «High Net Worth»-Haushalten von EUR 59 Bio. auf EUR 101 Bio. steigen und sich damit praktisch verdoppeln.
- Das stärkste Vermögenswachstum wird bis 2025 in Asien erwartet (10% jährlich). Gefolgt von Lateinamerika und Zentraleuropa (prognostiziertes Wachstum von 9% jährlich), was einen Wandel in der Anlegerbasis mit sich bringen wird.

KPIs für westeuropäische Privatbanken 2017

	2015	2016	2017
Nettozufluss (%)	4	1	3
Performance (%)	3	2	4
AuM-Wachstum (%)	7	3	7
Ertragsmarge (Bp.)	81	77	77
Kostenmarge (Bp.)	55	54	52
Gewinnmarge (Bp.)	26	23	25
Anteil von UHNW-Vermögen (%)	k.A.	29	30
Anteil von Affluent-Vermögen (%)	k.A.	17	16

Anzahl Privatbanken in der Schweiz



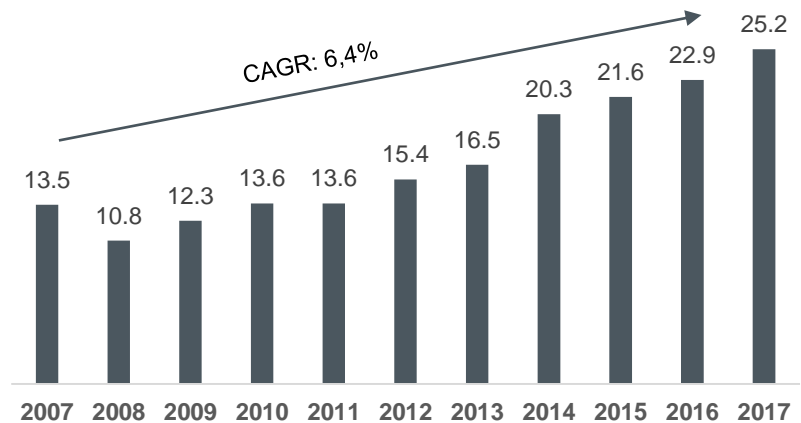
Der Markt

Asset Management

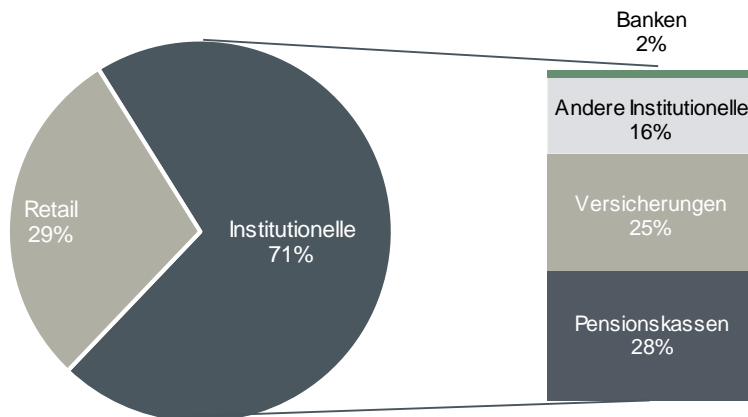
Allgemeine Marktübersicht

- Der europäische Asset-Management-Markt belief sich 2017 auf EUR 25,2 Bio., nachdem er seit 2007 ein konstantes AuM-Wachstum bei einer CAGR von 6,4% verzeichnet hatte.
- 2016 waren rund 4'200 Asset-Management-Gesellschaften in Europa tätig, wobei die höchsten AuM auf das Vereinigte Königreich entfielen (CHF 8,1 Mrd.), gefolgt von Frankreich (CHF 4 Mrd.), Deutschland (CHF 2,1 Mrd.) und der Schweiz (CHF 1,6 Mrd.).
- Die institutionellen Kunden bleiben die wichtigste Kundengruppe für die Branche: 2016 entfielen auf sie 71% der AuM, wobei Pensionskassen und Versicherungen den grössten Teil ausmachten.
- Die Unternehmen weisen typischerweise eine CIR von 78,1% auf.
- Dass die Preise von für Anlagen verwendeten Vermögenswerten steigen, ist teilweise noch immer auf das Niedrigzinsumfeld und die starke Zunahme der durch die Zentralbanken zur Verfügung gestellten Geldmenge nach der Finanzkrise zurückzuführen.

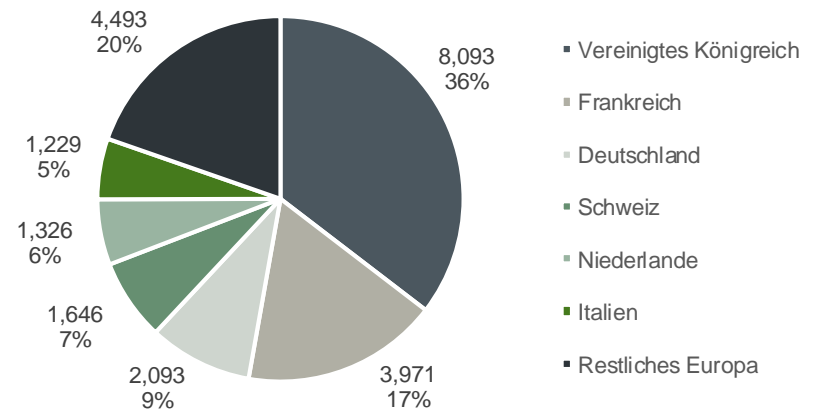
Entwicklung der AuM in Europa (EUR Bio.)



Kunden der europäischen Asset-Management-Branche (2016)



AuM in Europa, nach Land und per Ende 2016 (EUR Mio.)



Bewertungsüberlegungen

- Methodik
- DDM-Analyse
- Analyse vergleichbarer Unternehmen
- Analyse vergleichbarer Transaktionen

Bewertungsüberlegungen

Methodik – einleitende Kommentare

Wahl der Methode und allgemeine Bemerkungen

- Die primäre Bewertungsmethode, die zur Ermittlung des fairen Eigenkapitalwerts im Rahmen dieser Fairness Opinion verwendet wird, ist das Dividendendiskontierungsmodell (DDM). Aus finanzieller Sicht unterscheiden sich Banken deutlich von Industriefirmen. Diese Unterschiede sind fundamentaler Natur. Dabei sind insbesondere die folgenden Aspekte zu nennen:
 - Schulden sind für eine Bank eher vergleichbar mit Rohmaterial als mit einer Kapitalquelle. Schulden gehören zum Kerngeschäft einer Bank und spielen eine zentrale Rolle.
 - Was Schulden sind, ist bei Banken allgemein schwierig zu definieren.
 - Für Finanzdienstleister gelten strenge regulatorische Kapitalvorschriften. Banken haben Eigenkapital in Höhe eines festgelegten Prozentsatzes ihrer Geschäftstätigkeit zu halten.
- Deshalb sind der Begriff der Kapitalkosten und das Konzept des Unternehmenswerts irreführend. Es sollte kein traditionelles Discounted-Cashflow-Modell (DCF-Modell) verwendet werden. Die am weitesten verbreitete Bewertungsmethode für Finanzdienstleister und insbesondere Privatbanken ist die DDM-Analyse.
- Die Grundlagen unserer Bewertungsmethode werden auf den folgenden Seiten eingehender erläutert.

DDM als primäre Methode und Verwendung relativer Bewertungsmethoden

- Die DDM-Analyse gehört zu den Bewertungsmethoden, bei denen eine breite Palette von unternehmensspezifischen Faktoren berücksichtigt werden kann. Damit bietet sie einen klaren Vorteil gegenüber Methoden, die auf dem Marktwert basieren.
- Aus diesem Grund wurde die DDM-Analyse als primäre Bewertungsmethode verwendet (*siehe nächste Seite*).
- Um die Plausibilität der Ergebnisse der DDM-Analyse zu prüfen, wurden mehrere marktbasierende Bewertungsmethoden (relative Bewertung) angewandt.

Separate Bewertungen

- Die angewandte allgemeine Bewertungsmethode wird in diesem Abschnitt anhand der Bewertung von EdRS (PFC) veranschaulicht (**A**).
- Derselbe Ansatz wurde für die Standalone-Bewertungen von EdRS und EdRF (**B**) verwendet.
- Insgesamt wurden drei separate Bewertungen durchgeführt.

Segmentbewertung

- Bei allen drei separaten Bewertungen haben wir uns auf Fundamentaldaten der jeweiligen Segmente (Wealth Management, Asset Management und «Übrige») gestützt. Dies gilt namentlich für die relativen Bewertungsmethoden.
- Die DDM-Analysen bauen auf den Erfolgsrechnungen der Segmente auf, basieren jedoch auf gemeinsamen Bilanzen. Daher wurde auf einen Sum-of-the-Parts-DDM-Ansatz verzichtet.

Berechnung des Eigenkapitalwerts je Aktie von EdRS (PFC)

- Der Wert je Aktie von EdRS (PFC) resultiert aus der Division des gesamten zurechenbaren Eigenkapitalwerts durch die relevante Anzahl ausstehender Inhaberaktien (ohne eigene Aktien).
- Für die Standalone-Bewertungen (EdRS und EdRF) und die Bewertung des kombinierten Unternehmens (EdRS PFC) wurde auf unterschiedliche Kapitalstrukturen und Aktienbasen abgestellt (*siehe Einzelheiten in Anhang 3*).
- Es sind keine Aktienoptionspläne ausstehend, denen Aktien von EdRS oder EdRF zugrunde liegen.

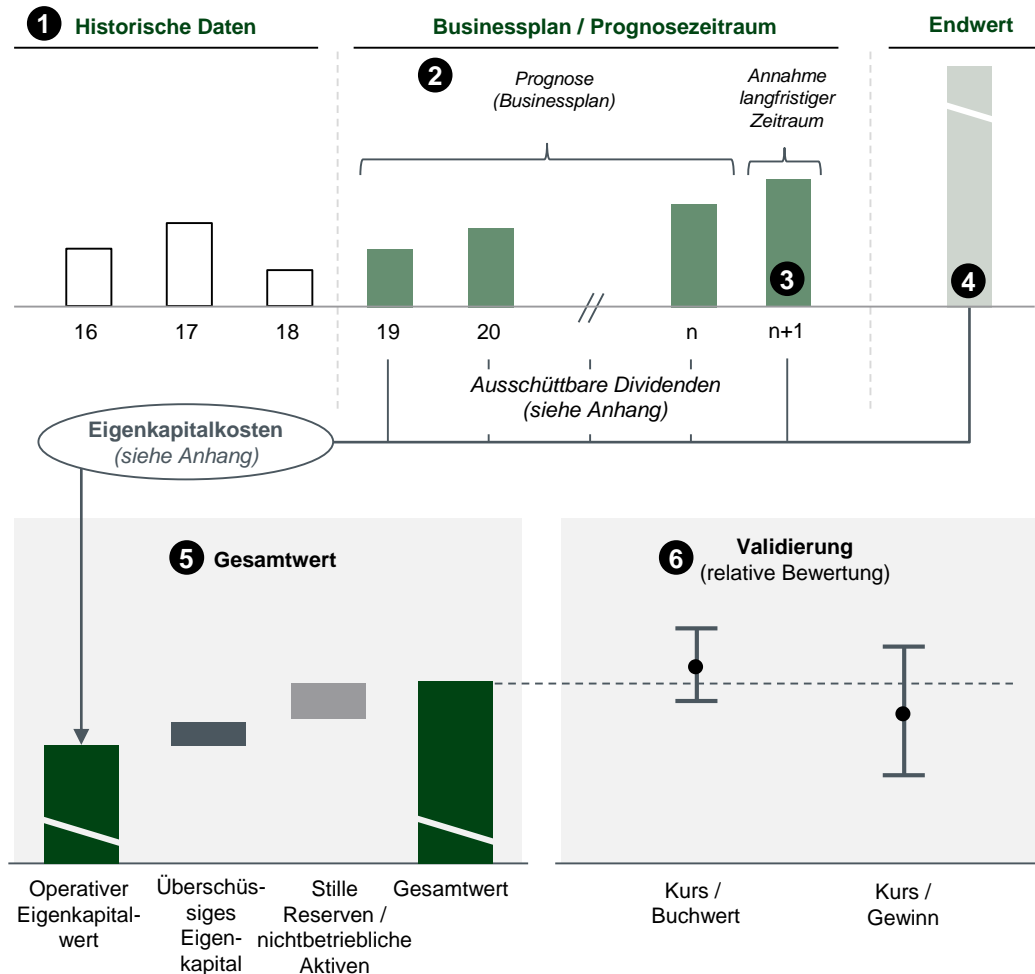
Analyse der historischen Aktienkursentwicklung, der Kursziele der Aktienanalysten und der Übernahmeprämien

- Die Aktien von EdRS werden von den Researchanalysten nicht abgedeckt und sind als illiquid zu betrachten (*siehe Anhang 2*). Die Aktienkursentwicklung und (darauf basierende) Übernahmeprämie liefern keine sachdienlichen Hinweise.

Bewertungsüberlegungen

Methodik – allgemeine Übersicht

Allgemeiner Bewertungsrahmen¹ (Illustration)



Erläuterungen

Die folgenden Seiten enthalten detaillierte Erläuterungen zu den (nachstehenden) Bewertungsschritten.

- Die historischen finanziellen Fundamentaldaten wurden im Rahmen der Validierung des Businessplans analysiert.
- Unsere Bewertung beruht hauptsächlich auf dem Businessplan (GJ 2019–2022), den die Geschäftsleitung für die Standalone-Bewertung von EdRS und EdRF und die Bewertung des kombinierten Unternehmens (EdRS PFC) vorgelegt hat. Das Modell ermöglicht, die wesentliche Annahme des Plans abzuändern, um verschiedene Szenarien und Sensitivitäten zu modellieren.
- Der Berechnung des Endwertes wird ein zusätzlicher, langfristiger Prognosezeitraum zugrunde gelegt.
- Der Endwert wird nach dem Gordon-Growth-Modell hergeleitet.
- Die zu den Eigenkapitalkosten (CoE) abgezinste Dividendensumme wird addiert, um den operativen Eigenkapitalwert herzuleiten.
In einem separaten Schritt werden das überschüssige Eigenkapital, die stillen Reserven und die nichtbetrieblichen Aktiven (oder Passiven) zum betrieblichen Eigenkapital addiert (bzw. davon subtrahiert).
- Das Ergebnis (der Gesamtwert) wird anschliessend den Ergebnissen der relativen Bewertung (Marktmultiplikatoren) gegenübergestellt.

Bewertungsüberlegungen

DDM-Analyse – Bewertungsrahmen

Primärer Bewertungsansatz und allgemeine Bemerkungen

- In gezielten Gesprächen mit den Geschäftsleitungen wurden die wesentlichen Annahmen der Businesspläne, die EdRS und EdRF bereitgestellt hatten, auf ihre Plausibilität hin überprüft. Zudem wurden diese Annahmen der historischen Performance, der historischen und erwarteten Marktentwicklung sowie Branchenbenchmarks gegenübergestellt.
- Auf der Grundlage dieser Prognosen werden für jeden Zeitraum des Modells die höchstzulässigen Dividenden hergeleitet. Die maximalen Ausschüttungen errechnen sich auf Basis des (den Aktieninhabern des Mutterunternehmens zurechenbaren) prognostizierten Gewinns je Zeitraum abzüglich des Einbehalts, der zur Erfüllung der Zielkapitalisierung erforderlich ist, oder zuzüglich einer möglichen Ausschüttung nicht benötigter Reserven.
- Für die Bewertung ist es unerheblich, ob die theoretischen Höchstdividenden effektiv ausbezahlt oder einbehalten werden.
- **Ermittlung der Zielkapitalisierung:** Bei jeder DDM-Analyse ist entscheidend, dass alle Faktoren berücksichtigt werden, die die Dividendenausschüttung beeinflussen. Der wichtigste Faktor sind die regulatorischen Eigenkapitalanforderungen (Basel III), die eine Bank zu erfüllen hat. Obwohl das Basler Abkommen die Untergrenze für die Kapitaladäquanzquote definiert, können nationale Regulierungsbehörden höhere Quoten festlegen, die zusätzlich einzuhalten sind. In einigen Marktsegmenten (z.B. im Wealth Management) übersteigen die beobachtbaren Kapitalniveaus die nationalen und von Basel III vorgegebenen Werte sowie die erwarteten künftigen Anforderungen deutlich.¹ Denn überschüssiges Eigenkapital stärkt das Vertrauen der Kunden sowie der Eigen- und Fremdkapitalgeber, was für stabile Eigenkapitalkosten sorgt. Die meisten Privatbanken oder Wealth Manager weichen nicht vom Median der Marktkapitalisierung ab, da ihnen daraus ein beträchtlicher Wettbewerbsnachteil entstünde.
- Daraus ergibt sich, dass vor allem bei der Bewertung von Privatbanken die regulatorischen Mindestanforderungen eher von «theoretischer» Bedeutung sind. Daher haben wir in unserer Bewertung den (höheren) Branchenstandard als Mindestanforderung festgelegt.
- Für die Bewertung von EdRS und EdRS (PFC) wurde der Median der CET1-Quote der anwendbaren Vergleichsgruppe (basierend auf den für 2017 ausgewiesenen Ergebnissen) von 17,7% verwendet (siehe Einzelheiten in Anhang 4).²

Überschüssiges Eigenkapital

- Die angenommene Zielkapitalisierung liegt unter der aktuellen CET1-Quote von EdRS (25,9% per Ende 2018). Daraus resultiert überschüssiges Eigenkapital, das in der Bewertung berücksichtigt werden muss.
- Das überschüssige Eigenkapital wird getrennt vom operativen Dividendenstrom berechnet. Es wird in den Bewertungsergebnissen explizit ausgewiesen.

Endwert

- Über den Zeitraum des Businessplans (2019–2022) hinaus werden Annahmen zu längerfristigen Dividenden getroffen, weshalb ein längerer Zeitraum definiert wird. Dieser wird herangezogen, um den sogenannten Endwert zu berechnen. Der Endwert beinhaltet den Wert aller künftigen Dividenden nach dem Prognosezeitraum auf Basis einer ewigen Wachstumsrate (Gordon-Growth-Modell).
- **Ewige Wachstumsrate (PGR):** Es wurde eine langfristige jährliche Wachstumsrate von 1,5% angenommen.
- Der operative Eigenkapitalwert wurde mittels Addition des Barwerts der Dividendenausschüttungen während des Prognosezeitraums (2019–2022) und des Barwerts des Endwerts hergeleitet.

1) Siehe auch Vettiger, Wertschaffung der Schweizer Privatbanken, IFBC, Juli 2013, S. 56

2) Aufgrund des hohen Anteils des Asset-Management-Geschäfts und des starken lokalen Wettbewerbs wurde für EdFR eine niedrigere Quote (12,1%) verwendet.

Bewertungsüberlegungen

DDM-Analyse – wirtschaftliche Prognosen und wesentliche Annahmen

Businessplan und damit verbundene Annahmen

Businessplan

- Allgemein basiert die Bewertung auf dem Businessplan, den die Geschäftsleitungen von EdRS und EdRF erstellt haben und der die GJ 2019–2022 abdeckt. In gezielten Gesprächen mit den Geschäftsleitungen wurden die zugrunde liegenden Planungsannahmen, auf ihre Plausibilität hin überprüft. Zudem wurden diese Annahmen der historischen Performance, der historischen und erwarteten Marktentwicklung sowie Branchenbenchmarks gegenübergestellt.
- Die Planung erfolgte für beide Standalone-Einheiten (EdRS und EdRF) separat. Die beiden detaillierten Prognosen wurden von der Geschäftsleitung von EdRS kombiniert, um einen Entwicklungspfad für EdRS (PFC) zu erstellen.
- Ausgewählte KPIs (Validierung) werden wie folgt beurteilt:

Entwicklung der verwalteten Vermögen (AuM)

- Die CAGR der AuM über den Zeitraum des Businessplans liegt zwischen 3,0% und 4,0%. Dies entspricht den Erwartungen für diesen Zeitraum und ist angesichts der allgemeinen Marktprognosen plausibel.
- In den GJ 2013–2018 betrug die CAGR von EdRS 3,3% und jene von EdRF 2,8%.

Ertragsmargen

- Im Private Banking ist seit 2013 eine generelle Erosion der Ertragsmargen festzustellen: In der Branche ist sie um insgesamt fast 8 Bp. gesunken. Zuzuschreiben ist dies hauptsächlich (i) dem niedrigeren Nettozinsertrag, (ii) den auch bei Mandaten rückläufigen Ertragsmargen und (iii) der verstärkten Fokussierung der Branche auf vermögendere Kunden.¹
- In den letzten Jahren standen die Asset-Management-Margen ebenfalls unter Druck (Rückgang von 35,9 Bp. im GJ 2013 auf 34,6 Bp. in den GJ 2013–2017). Das Umfeld dürfte anspruchsvoll bleiben, weil die Kunden stetig in passive Strategien, deren Gebühren niedrig sind, abwandern. Bei aktiven Strategien drängen institutionelle Kunden auf Gebührennachlässe.²

- Vor diesem Hintergrund erwartet die Geschäftsleitung stabile Margen, d.h. rund 54 Bp. bei EdRS und rund 50 Bp. bei EdRF. Auch die Erwartungen der Geschäftsleitung bezüglich Entwicklung der Performancegebühren sind konservativ.

Aufwand-Ertrags-Verhältnis (CIR)

- In den vergangenen drei Jahren (GJ 2016–2018) betrug die CIR von EdRS im Wealth Management durchschnittlich 99,7% (gemäss Studien liegt die CIR von Privatbanken in der Schweiz bei rund 82,4%³). Im Asset Management belief sich die durchschnittliche CIR über die GJ 2016–2018 auf 56,7%. Die kombinierte durchschnittliche CIR über denselben Zeitraum betrug 81,6%.
- Bei EdRF belief sie sich über die GJ 2016–2018 auf durchschnittlich 89,2% im Wealth Management und 80,1% im Asset Management. Die kombinierte CIR betrug 85,0%. In Westeuropa beträgt die CIR von Wealth Managern in der Regel 69,0%⁴ und von Asset Managern 78,1%⁵.
- Vor diesem Hintergrund rechnet die Geschäftsleitung mit relevanten Kostenverbesserungen von 6,0 Ppt. in den GJ 2018–2022. Diese Verbesserungen, mit denen vor allem im Wealth Management von EdRS gerechnet wird, gehen jedoch von einer relativ stabilen Kostenstruktur bei wachsenden Erträgen aus (d.h. Steigerung der betrieblichen Effizienz). Zudem wurden Elemente der neuen gruppenweiten Fokussierungsstrategie im GJ 2018 bereits erfolgreich umgesetzt. Des Weiteren geht die Geschäftsleitung nicht davon aus, aufgrund der geplanten CIR-Verbesserungen besser als die Peers abzuschneiden. Es wird eher von einer Verbesserung auf Marktniveaus ausgegangen.
- Die prognostizierten CIR-Senkungen sind realistisch.

Prognosen zu den risikogewichteten Aktiven (RWA)

- Die Geschäftsleitung hat uns dargelegt, wie sich die RWA über den Zeitraum des Businessplans für EdRS, EdRF und EdRS (PFC) ihrer Meinung nach entwickeln werden. Die drei Entwicklungspfade wurden der historischen Entwicklung gegenübergestellt. Allgemein wird davon ausgegangen, dass sie die Geschäftsentwicklung über den Prognosezeitraum korrekt abbilden.

¹) McKinsey & Company, *European Private Banking in 2018: Running for Scale*; ²) McKinsey & Company, *The State of Asset Management in 2017*;
³) KPMG, *Clarity on Performance of Swiss Private Banks 2017*; ⁴) McKinsey, *European Private Banking Survey 2018*; ⁵) AMF France, *Key Figures for Asset Management, 2017*

Bewertungsüberlegungen

A Ergebnisse der DDM-Analyse

Bewertungsparameter auf einen Blick (siehe Anhänge 1, 3 und 4)

- CoE: 7,02%–8,02% (Basiswert 7,52%)
- Zielwert CET1-Quote: 17,2%–18,2% (Basiswert 17,7%)
- Ewige Wachstumsrate: 0,5%–2,5% (Basiswert 1,5%)
- Durchschn. AuM-Wachstum (GJ 2019–2022): 3,7% (CAGR)
- Durchschn. CIR (GJ 2019–2022): 79,0%
- Durchschn. Steuersatz (GJ 2019–2022): 29,4%
- Anzahl ausstehende Inhaberaktien: 80'916 (inkl. Aktien der Kat. B)
- In der Bewertung ist die Auszahlung einer Dividende von CHF 200,3 Mio. um den 3. Mai 2019¹ durch EdRS berücksichtigt. Die Werte verstehen sich also ex Dividende.

Bewertung von EdRS (PFC)

- Mithilfe der DDM-Analyse wurde per 12. März 2019 ein operativer Eigenkapitalwert von CHF 1'827,6 Mio. ermittelt.
- Zur Herleitung des gesamten Eigenkapitals von EdRS werden das überschüssige Eigenkapital und die stillen Reserven (Anhang 5) addiert sowie der Illiquiditätsabschlag (Anhang 2) vom betrieblichen Eigenkapital subtrahiert. Der sich daraus ergebende, den Inhaberaktien zurechenbare Gesamtwert wird dividiert durch die Gesamtanzahl ausstehender Inhaberaktien von EdRS, einschliesslich der neuen Aktien der Kategorie B (die denselben Nominalwert wie die Inhaberaktien haben und daher dieselben wirtschaftlichen Ansprüche begründen), aber ohne eigene Aktien (Anhang 3). Daraus ergibt sich ein Wert von CHF 14'730 pro Inhaberaktie zum Bewertungsstichtag. Die Tabelle rechts illustriert diese Berechnung.
- Im Rahmen der DDM-Analyse wurde zudem eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt, bei der Veränderungen der zentralen Werttreiber PGR, CET1-Quote und CoE berücksichtigt wurden (siehe Tabellen auf der nächsten Seite).
- Unter Einbezug der Veränderungen bei den CoE und der CET1-Quote ergibt die Sensitivitätsanalyse der zentralen Werttreiber einen Wert von CHF 14'012 bis CHF 15'502 je Aktie.

Berechnung des Werts je Aktie von EdRS (PFC)

Operat. Eigenkapitalwert (ohne überschüssiges Eigenkapital)	1'827,6
Überschüssiges Eigenkapital (Seite 20)	75,3
Operat. Eigenkapitalwert	1'902,9
Stille Reserven (Anhang 5)	123,1
Gesamtwert (inkl. stiller Reserven)	2'026,1
Illiquiditätsabschlag (15,0%) (Anhang 2)	(303,9)
Gesamtwert	1'722,2
Anteil Namenaktien am Eigenkapitalwert	530,3
Anteil Inhaberaktien am Eigenkapitalwert (inkl. Aktien der Kat. B)	1'191,9
Anzahl ausstehender Namenaktien	180'000
Anzahl ausstehender Inhaberaktien (inkl. Aktien der Kat. B)	80'916
Wert je Inhaberaktie (CHF)	14'730
<i>Relevante (gewichtete) NOSH</i>	<i>116'916</i>

1) Auszahlungsbetrag CHF 200,3 Mio., ohne den eigenen Aktien zurechenbarer Anteil (insgesamt CHF 220,1 Mio.)

Hinweis: CoE = Eigenkapitalkosten, PGR = ewige Wachstumsrate

Bewertungsüberlegungen

A Ergebnisse der DDM-Analyse – Sensitivitäten

Sensitivitätsanalyse: CoE / PGR (Wert je Aktie, CHF)

CoE (%)	PGR (%)				
	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%	2,50%
7,02%	14'075	14'955	15'996	17'243	18'767
7,27%	13'581	14'388	15'335	16'462	17'825
7,52%	13'123	13'865	14'730	15'752	16'977
7,77%	12'696	13'380	14'173	15'103	16'210
8,02%	12'298	12'930	13'659	14'509	15'513

Sensitivitätsanalyse: CoE / CET1-Quote (Wert je Aktie, CHF)

CoE (%)	Erforderliche CET1-Quote (%)				
	17,20%	17,45%	17,70%	17,95%	18,20%
7,02%	16'337	16'166	15'996	15'825	15'655
7,27%	15'670	15'502	15'335	15'168	15'001
7,52%	15'058	14'894	14'730	14'566	14'401
7,77%	14'496	14'334	14'173	14'012	13'850
8,02%	13'977	13'818	13'659	13'500	13'342

Bewertungsüberlegungen

Relative Bewertung: Einleitungen

Ansatz der relativen Bewertung (marktwertbasierte Methoden)

Analyse vergleichbarer Unternehmen

- Die aktuelle Marktbewertung vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen (Peers) wurde analysiert (sogenannte Trading-Multiplikatoren).
- Bei Anwendung dieser Methode resultiert nur dann eine aussagekräftige Bewertung, wenn eine hohe Vergleichbarkeit zwischen dem Bewertungsobjekt¹ und seinen Peers besteht. Diese ist insbesondere gegeben, wenn die Unternehmen hinsichtlich Geschäftsmodellen, Grösse, Risiko- und Chancenprofilen sowie in Bezug auf ihre Wachstums- und Rentabilitätsprofile ähnlich sind.
- Die Auswahl vergleichbarer Unternehmen wird auf der nächsten Seite erklärt.

Analyse vergleichbarer Transaktionen

- Dieser Bewertungsprozess umfasst die Analyse vergleichbarer M&A-Transaktionen, bei denen die Zielunternehmen mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar sind (sogenannte Transaktionsmultiplikatoren).
- Die bei solchen Transaktionen gezahlten Preise (und die impliziten Bewertungen) sind stark vom spezifischen Interesse der involvierten Parteien abhängig und widerspiegeln folglich zu einem gewissen Grad subjektive Wertzurechnungen. Deshalb ist eine genaue Analyse der entsprechenden Transaktionsparameter von zentraler Bedeutung.
- Unsere Analyse vergleichbarer Transaktionen beruht auf der Definition der Vergleichsgruppe sowie anderen Kriterien, die auf den folgenden Seiten erklärt werden. Sie deckt einen Zeitraum von zehn Jahren ab.

Verwendung finanzieller Fundamentaldaten

- Wie auf der nächsten Seite erklärt, unterscheiden sich die beiden Segmente Wealth Management und Asset Management hinsichtlich Produkten, Kundengruppen sowie Ertrags- und Kostenstruktur.
- Wo immer möglich haben wir daher unterschiedliche Marktmultiplikatoren für die beiden Segmente verwendet. Auf das verbleibende Segment «Übrige» wurde die Gesamtzahl der Marktmultiplikatoren angewandt.

Ausgewählte Marktmultiplikatoren

Kurs/Buchwert (P/B)

- Bei der Bewertung von Finanzdienstleistern (wie Banken) spielt der P/B-Multiplikator in der Regel eine grosse Rolle. Viele Bankaktiven sind Finanzanlagen, die gehandelt werden. Um sie zu bewerten, sind daher weniger Schätzungen und subjektive Beurteilungen nötig. Ihr Wert liegt näher beim aktuellen Marktwert als bei den Anschaffungskosten.
- Aufgrund der relativ stark standardisierten (internationalen) Regulierung des Finanzdienstleistungssektors sind die P/B-Multiplikatoren von Vergleichsunternehmen zudem einheitlich und gut vergleichbar.
- Profitabilitätsunterschiede wirken sich nicht auf P/B-basierte Bewertungsergebnisse aus.

Kurs/Gewinn (P/E)

- Der P/E-Multiplikator spielt bei der Bewertung von Finanzdienstleistern eine zentrale Rolle.
- Die Geschäftsleitung geht davon aus, ihre CIRs über den Zeitraum des Businessplans zu verbessern. Wie auf Seite 21 erwähnt, halten wir diese Verbesserungen für realistisch und transparent. Bei der Anwendung von P/E-Multiplikatoren, selbst wenn sie auf erwarteten Ergebnissen beruhen, werden die geplanten Verbesserungen bis zu einem gewissen Grad vernachlässigt.

1) Bei den Bewertungsobjekten handelt es sich um EdRS, EdRF und EdRS (PFC)

Bewertungsüberlegungen

Relative Bewertung: Definition der relevanten Vergleichsgruppe

Relevante Kerntätigkeit der EdR-Gruppe

- Die Gruppe ist hauptsächlich in zwei Geschäftsfeldern aktiv: im Private Banking und im Asset Management.
- Ursprünglich war die Gruppe nur im Private Banking tätig. Sie bietet eine spezialisierte Palette von Anlagen, Beratungen und Dienstleistungen an, die von der Finanzplanung über Rechts- und Steueranalysen bis zu Lebensversicherungsberatungen reichen. Wird ein Familienunternehmen verkauft, verfügt die Gruppe über Kompetenzen in Erbfragen und kann philanthropische Projekte begleiten.
- Im Asset Management umfasst das Lösungsspektrum Anlagefonds und Managed Accounts für institutionelle Anleger, offene OGAW¹, die von Partnerfinanzinstituten (Privatbanken, Anlagegesellschaften und Versicherern) und Finanzberatern an Privatkunden vertrieben werden.
- Die Gruppe ist auch ein aktiver Private-Equity-Akteur (mit Schwerpunkt Unternehmer und KMU) und erbringt Corporate-Advisory-Dienstleistungen. Letztere beinhalten die Beratung von hauptsächlich geschäftsführenden Inhabern, Familienunternehmen und Finanzinvestoren bei Kapitaltransaktionen (industrielle und gewerbliche Vermögenswerte sowie Immobilien – Finanzierung/Wachstum und M&A).

Auswahl und Zusammensetzung der Vergleichsgruppe

- Die Segmente Private Banking und Asset Management spielen im Geschäftsmix der Gruppe eine dominierende Rolle. Daher basiert unsere relative Bewertung auf diesen beiden Segmenten.
- Die relative Bewertung bezieht sich auf vergleichbare börsennotierte Unternehmen und Transaktionen. Die Bewertungsmultiplikatoren für diese beiden Ansätze wurden für das Private Banking (Wealth Management) und das Asset Management separat hergeleitet.
- Aus methodischer Sicht wurden das Dienstleistungsangebot und der Produktmix der Vergleichsunternehmen eingehend analysiert. Je nach ihrem Fokus wurden die Unternehmen den Kategorien Wealth Management / Private Banking, Asset Management oder Fondsmanagement zugeordnet. Unternehmen mit Schwerpunkt Fondsmanagement wurden der Asset-Management-Vergleichsgruppe zugeordnet.

Definition der Vergleichsgruppe: Nach Produktfokus

- Wealth Manager und Privatbanken** bieten massgeschneiderte Finanz- und Bankdienstleistungen an, in der Regel für HNWI-Kunden; Bieten eine Vielzahl von Lösungen für die Verwaltung von Bargeld/Sparguthaben und Einlagen sowie Immobilien, Spezialkredite und andere «massgeschneiderte» Finanzierungslösungen an: allgemeine Bilanzbewirtschaftung; Bereitstellung von Liquidität für ausgewählte Kundenanlagen und Finanzierung kurzfristiger Bedürfnisse; Bereitstellung von Know-how, z.B. zur steuereffizienten Auflösung von Aktienpositionen; Gewährung geeigneter Konsumkredite, z.B. für Anlagen in Luxusgüter
- Asset Manager** bieten in der Regel Vermögensdienstleistungen auf der Basis von Verwaltungsaufträgen an: Auf der Grundlage einer vereinbarten Strategie werden die täglichen Anlageentscheidungen in Bezug auf ein Portfolio an die Asset Manager delegiert. Asset-Management-Gesellschaften können umfassende Portfoliolösungen, einschliesslich einer breiten Palette von Wertpapieren und Vermögenswerten, anbieten oder sich auf eine bestimmte Anlagekategorie konzentrieren. Es gibt spezialisierte Firmen, deren Schwerpunkt sowohl auf Privat- als auch institutionellen Anlegern liegt.
- Fondsmanager** verkaufen Partizipationsscheine an öffentliche Investoren und legen den Erlös in ein (diversifiziertes) Portfolio von Wertpapieren oder Vermögenswerten an. Die Anleger poolen ihr Kapital und delegieren die Allokationsentscheidungen an den Fondsmanager. Fondsmanager erhalten für verschiedene Dienstleistungen Gebühren. Im Vergleich zu Banken sind die Anlagen «transparent» und werden regelmässig ausgewiesen. In der Regel verfügen die Fonds und Anlagegesellschaften über einen klar definierten Anlagefokus, z.B. Immobilien.
- Für das Geschäftssegment «Übrige» wurde die kombinierte Asset- und Wealth-Management-Vergleichsgruppe verwendet.

Definition der Vergleichsgruppe: Nach geografischem Schwerpunkt

- Da der Schwerpunkt des Unternehmens auf Europa liegt, umfasst die Vergleichsgruppe sowohl europäische als auch angelsächsische Firmen.
- So fliessen vergleichbare Geschäftsmodelle ein, z.B. von Firmen, die einer ähnlichen Regulierung unterliegen oder deren Kundenstamm ähnliche sozioökonomische Merkmale aufweist.

¹) Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren

Bewertungsüberlegungen

Relative Bewertung: Analyse vergleichbarer Unternehmen

Relative Bewertung: Analyse vergleichbarer Unternehmen

Analyse vergleichbarer Unternehmen

- Auf der Grundlage einzelner Vergleichsgruppen wurden für die Segmente von EdRS (PFC), d.h. Wealth Management, Asset Management und Übrige, unterschiedliche Multiplikatoren verwendet.
- Der Gesamtwert wurde mittels Sum-of-the-parts-Basis für den P/E-Ansatz ermittelt.
- Um den Wert je Inhaberaktie herzuleiten, wurden der Anteil der Minderheiten (bereits im Buchkapital berücksichtigt) und ein Illiquiditätsabschlag von 15% abgezogen.

Relevante Multiplikatoren

- Der P/E-Multiplikator setzt den für das GJ 2020 erwarteten Gewinn ins Verhältnis zum Eigenkapital. Er wurde auf dem um die Goodwill-Abschreibung bereinigten Ertrag von EdRS PFC berechnet.¹
- Aus der Multiplikation des Kurs-Buch-Verhältnisses mit dem Buchwert des Eigenkapitals resultiert eine Schätzung der Marktkapitalisierung. Der zugrunde liegende Buchwert wurde um den im GJ 2018 realisierten Sonderertrag und die Reserven für allgemeine Bankrisiken bereinigt.

Bewertungsergebnisse

- Die P/E-basierte Bewertung ergibt einen Mittelwert von CHF 8'874. Um wenigstens teilweise die geplante Reduktion der CIR abzubilden, wurde der für 2020 geschätzte P/E-Multiplikator verwendet.
- Die P/B-basierte Bewertung ergibt einen Mittelwert von CHF 16'081, einschliesslich eines Illiquiditätsabschlags von 15%.

	2020	2018
CHF Mio. (sofern nicht anders angegeben)	P/E	P/B
Wealth Management	134,0	k. A.
Asset Management	1'197,1	k. A.
Sonstiges	(39,8)	k. A.
Gesamtwert	1'291,4	2'211,9
Minderheiten ²	(70,8)	–
Gesamtwert ohne Minderheiten	1'220,5	2'211,9
Zur. zu Inhaberaktien ³	844,7	1'530,8
NOSH (inkl. Aktien der Kat. B)	80'916	80'916
Wert je Aktie (CHF)	10'440	18'919
<i>Illiquiditätsabschlag (15,0%)</i>	<i>(1'566)</i>	<i>(2'838)</i>
Wert je Aktie inkl. Illiquiditätsabschlag (CHF)	8'874	16'081
<i>Tief (-10,0%)</i>	<i>7'986</i>	<i>14'473</i>
<i>Hoch (+10,0%)</i>	<i>9'761</i>	<i>17'689</i>

Bewertungsüberlegungen

Relative Bewertung: Analyse vergleichbarer Transaktionen

Relative Bewertung: Analyse vergleichbarer Transaktionen

Analyse vergleichbarer Transaktionen

- Dieser Bewertungsprozess umfasst die Analyse vergleichbarer M&A-Transaktionen, bei denen die Zielunternehmen mit EdR vergleichbar sind (sogenannte Transaktionsmultiplikatoren)
- Die bei solchen Transaktionen gezahlten Preise (und die impliziten Bewertungen) sind stark vom spezifischen Interesse der involvierten Parteien abhängig und widerspiegeln folglich zu einem gewissen Grad subjektive Wertzurechnungen. Deshalb ist eine genaue Analyse der entsprechenden Transaktionsparameter von zentraler Bedeutung.

Relevante Multiplikatoren

- Der P/E-Multiplikator setzt den für das GJ 2018 erwarteten Gewinn ins Verhältnis zum Eigenkapitalwert. Er wurde auf den um die Goodwill-Abschreibung bereinigten normalisierten Erträgen im GJ 2018 (ausserordentliches Ergebnis) berechnet.
- Aus der Multiplikation des Kurs-Buch-Verhältnisses mit dem Buchwert des Eigenkapitals resultiert eine Schätzung der Marktkapitalisierung. Es wurden dieselben Anpassungen wie bei der Analyse der vergleichbaren Unternehmen vorgenommen.

Bewertungsergebnisse

- Die P/E-basierte Bewertung ergibt einen Mittelwert von CHF 6'016, einschliesslich eines Illiquiditätsabschlags von 15%.
- Die P/B-basierte Bewertung ergibt einen Mittelwert von CHF 15'874, einschliesslich eines Illiquiditätsabschlags von 15%.

	2018	2018
CHF Mio. (sofern nicht anders angegeben)	P/E	P/B
EdRS (PFC)	894,3	2'183,4
Minderheiten ¹	(66,9)	–
Gesamtwert ohne Minderheiten	827,4	2'183,4
Zur. zu Inhaberaktien ²	572,7	1'511,1
NOSH (inkl. Aktien der Kat. B)	80'916	80'916
Wert je Aktie (CHF)	7'077	18'675
<i>Illiquiditätsabschlag (15,0%)</i>	<i>(1'062)</i>	<i>(2'801)</i>
Wert je Aktie inkl. Illiquiditätsabschlag (CHF)	6'016	15'874
<i>Tief (-10,0%)</i>	<i>5'414</i>	<i>14'287</i>
<i>Hoch (+10,0%)</i>	<i>6'617</i>	<i>17'461</i>

Ergebnis der Fairness Opinion

Ergebnis der Fairness Opinion

Bewertungsergebnisse für EdRS (1/2)

A Bewertungsbeurteilung

- Die Abbildung auf der nächsten Seite fasst die Ergebnisse unserer Bewertungsanalyse zusammen. Wie dargelegt wurde die DDM-Analyse als primäre Bewertungsmethode angewandt. Um die Plausibilität der Ergebnisse der DDM-Analyse (Ergebnisse der relativen Bewertung / Analyse vergleichbarer Unternehmen und Analyse vergleichbarer Transaktionen) zu prüfen, wurden ausgewählte marktwertbasierte Methoden angewandt.
- Die Ergebnisse der relativen Bewertung sind begrenzt relevant. Nur bei der DDM-Analyse werden unternehmensspezifische Faktoren umfassend berücksichtigt.
- Wie in der Voranmeldung vom 13. März 2019 angekündigt, beträgt der Angebotspreis je Inhaberaktie von EdRH CHF 17'945 vor Dividendenausschüttung oder CHF 15'500 nach Dividendenausschüttung (d.h. nach Auszahlung einer regulären Dividende von CHF 200,3 Mio. an die Aktionäre, was einem Dividendenbetrag von CHF 2'445 je Inhaberaktie entspricht).
- Die DDM-Analyse ergibt eine Bewertungsbandbreite von CHF 14'012 bis CHF 15'502 je Inhaberaktie von EdRS. Die DDM-Ergebnisse befinden sich am unteren Ende der P/B-basierten Bewertung. Die Differenz zu den P/E-Ergebnissen ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die DDM-Analyse die im Businessplan vorgesehenen CIR-Verbesserungen vollumfänglich berücksichtigt.
- Die geplante Dividendenausschüttung von CHF 200,3 Mio. entspricht einer Dividende je Inhaberaktie von CHF 2'445. Die Addition dieser Dividende zur DDM-Bewertungsbandbreite ergibt den Wert je Inhaberaktie vor Dividendenausschüttung: CHF 16'457 bis CHF 17'947.
- Die Analyse vergleichbarer Unternehmen auf Basis von Trading-Multiplikatoren resultiert in einer Bewertungsbandbreite von CHF 7'986 bis CHF 17'689 je Aktie.
- Die Analyse vergleichbarer Transaktionen auf Basis historischer Transaktionsmultiplikatoren resultiert in einer Bewertungsbandbreite von CHF 5'414 bis CHF 17'461 je Inhaberaktie von EdRS.

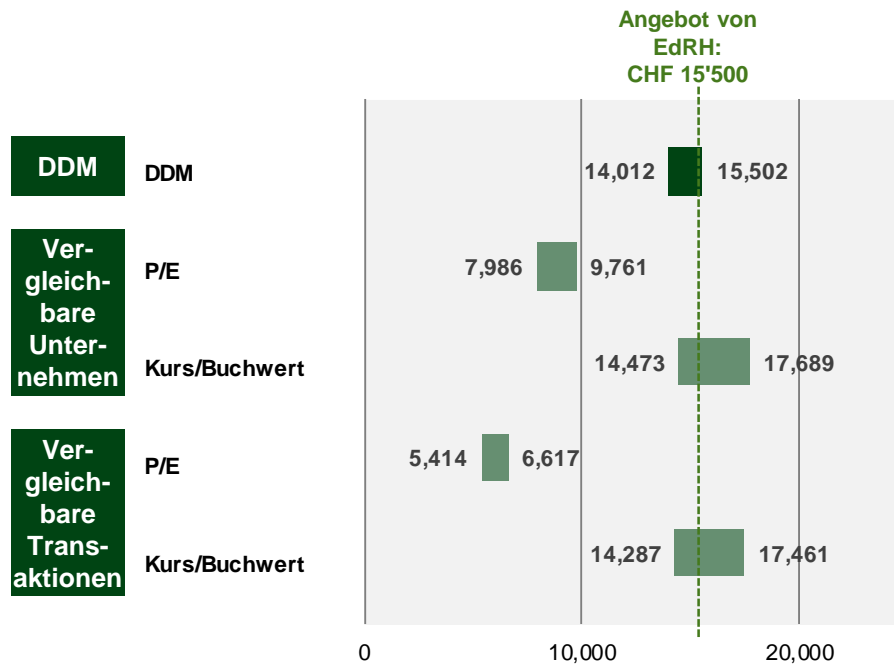
B Beurteilung der Anzahl neu auszugebender Aktien (der Kat. B)

- Einen Bestandteil dieses Berichts bildet die Analyse, ob die Einbringung von EdRF in EdRS im Vergleich zu den neu ausgegebenen Aktien (der Kat. B) angemessen ist.
- Dies erfordert zwei separate Standalone-Bewertungen für EdRF und EdRS, für die (a) dieselbe Bewertungsmethode wie für EdRS (PFC) und (b) so weit möglich identische Bewertungsparameter verwendet wurden.
- Anpassungen erfolgten in Bezug auf die angenommene CET1-Quote für EdRF, für die – im Einklang mit dem gemäss Businessplan im Jahr 2022 erreichten Wert – ein Zielwert von 12,1% verwendet wurde. Zweck dieser Anpassung war, den hohen Anteil des Asset-Management-Geschäfts und die Kapitalisierungsniveaus lokaler Peers abzubilden. Für EdRF wurde ausserdem eine PGR von 2,0% angenommen.
- EdRS beabsichtigt, insgesamt 34'987 neue Namenaktien (der Kat. B) (mit demselben Nominalwert wie die Inhaberaktien) an EdRSA auszugeben. Damit will EdRS zu einem Preis je Aktie, der dem Angebotspreis von EdRH (nach Dividendenausschüttung) entspricht, 99,56% von EdRF kaufen.
- Gemäss unseren Bewertungen und aus der Sicht der öffentlichen (Minderheits-)Aktionäre wäre diese Transaktion bis zur Ausgabe von maximal 37'143 neuen Aktien plausibel und angemessen.
- Die Zahl der als Ausgleich für EdRSA vorgesehenen Aktien liegt unter diesem Maximalwert, weshalb die Transaktion aus Sicht der öffentlichen (Minderheits-)Aktionäre als fair und angemessen eingestuft werden kann.
- Für die DDM-Bewertung von EdRS (PFC) wurde die effektive Anzahl neu ausgegebener Aktien (34'987) verwendet.

Ergebnis der Fairness Opinion

Bewertungsergebnisse für EdRS (2/2)

Bewertungszusammenfassung (CHF je EdRS-Aktie)



Basierend auf der mittels DMM-Analyse berechneten Bewertungsbandbreite von CHF 14'012 bis 15'502 (ex-Dividende) je EdRS-Aktie wird das EdRH-Angebot von CHF 15'500 (ex-Dividende) je EdRS-Inhaberaktie zum Bewertungsstichtag als fair und angemessen erachtet.


Kurt Rüegg
 Managing Partner


Ralf Herrmann
 Partner

Anhänge

1. Eigenkapitalkosten
2. Liquidität der Inhaberaktien und Bewertungsabschlag
3. Berechnung der relevanten Anzahl Aktien
4. Zielkapitalisierung
5. Stille Reserven
6. Übersicht über die Trading-Multiplikatoren
7. Übersicht über vergleichbare Transaktionen
8. Überblick über die wichtigsten Bewertungsparameter
9. Abkürzungsverzeichnis

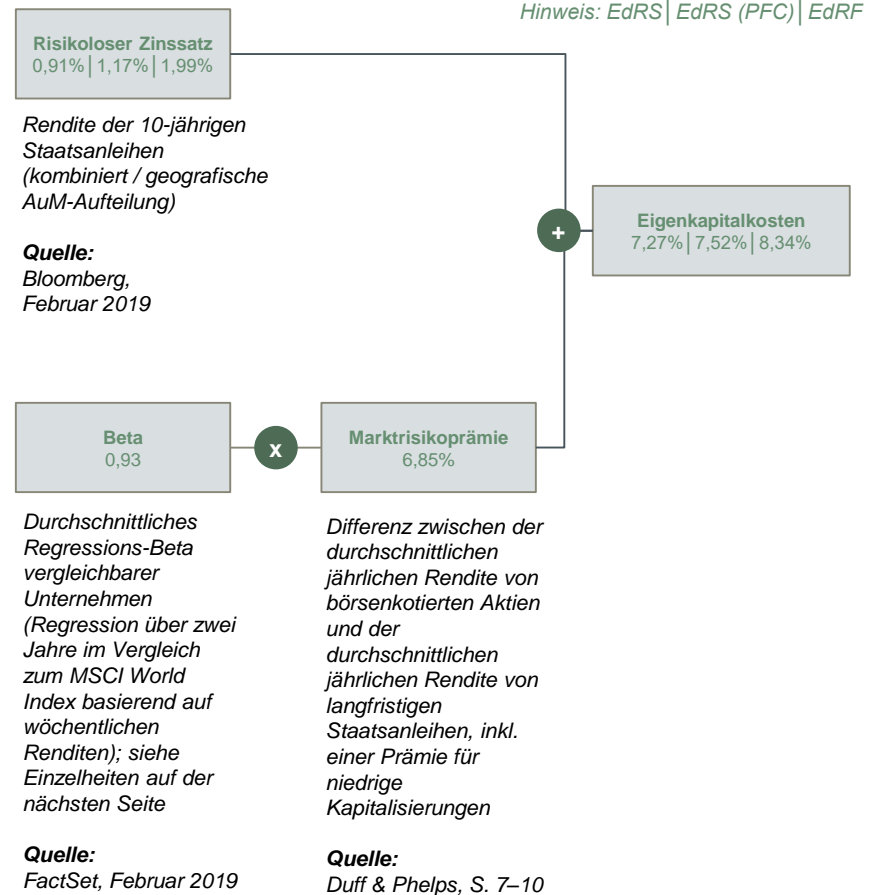
Anhang 1

Berechnung der Eigenkapitalkosten (1/2)

Herleitung der Eigenkapitalkosten

- **Risikoloser Zinssatz:** Aufgrund der historisch niedrigen Zinsen wurde der risikolose Zinssatz auf der Grundlage historischer Daten (zehn Jahre) im Hinblick auf ein normalisiertes Niveau angepasst. Beim risikolosen Zinssatz handelt es sich um einen nominalen Zinssatz, d.h. er schliesst die erwartete Inflation ein. Um die geografische Ertragsaufteilung (auf AuM-Basis) abzubilden, wurden verschiedene Zinssätze kombiniert. Die bei der Aufteilung berücksichtigten Länder sind die Schweiz, Luxemburg, Frankreich, das Vereinigte Königreich, Israel und Italien.
- **Beta:** Das «unlevered» Beta wurde auf der Grundlage von Regressionsbetas für vergleichbare börsennotierte Unternehmen ermittelt (siehe Einzelheiten auf der nächsten Seite). Für den Fremdkapitalanteil wurde keine Anpassung vorgenommen, da Finanzdienstleister in der Regel eine recht homogene Kapitalstruktur aufweisen. Hauptsächlich regulierungsbedingt weisen sie tendenziell einen ähnlichen Fremdkapitalanteil auf. Zudem sind die Schulden von Finanzdienstleistern auf vergleichbarer Basis schwer messbar.
- **Marktrisikoprämie:** Es wurde eine Marktrisikoprämie von 6,85% angewandt. Diese ist laut Duff & Phelps die Differenz zwischen der durchschnittlichen jährlichen Gesamtrendite von börsennotierten Aktien und der durchschnittlichen jährlichen Einkommensrendite von langfristigen Staatsanleihen (Zeitraum von 1926 bis heute)¹. Eine jeweilige Grössenprämie ist implizit mit eingeschlossen.

Illustration



Anhang 1

Berechnung der Eigenkapitalkosten (2/2)

Wealth Management			Asset Management		
Vergleichbare Unternehmen	Beta	t-Test ¹ (signifikant)	Vergleichbare Unternehmen	Beta	t-Test ¹ (signifikant)
Bellevue Group AG	1,13	Signifikant	Amundi SA	1,06	Signifikant
Boston Private Financial Holdings, Inc.	1,02	Signifikant	ANIMA Holding S.p.A.	1,24	Signifikant
Brewin Dolphin Holdings PLC	0,49	Signifikant	Brooks Macdonald Group plc	0,84	Signifikant
EFG International AG	1,45	Signifikant	Eaton Vance Corp.	1,46	Signifikant
Evli Pankki Oyj Class B	0,66	Signifikant	Federated Investors, Inc. Class B	0,72	Signifikant
Julius Bär Gruppe AG	1,12	Signifikant	Fiera Capital Corporation Class A	0,56	Signifikant
Liechtensteinische Landesbank AG	0,56	Signifikant	GAMCO Investors, Inc. Class A	0,81	Signifikant
Rathbone Brothers Plc	0,68	Signifikant	Janus Henderson Group PLC	1,28	Signifikant
Van Lanschot Kempen NV Aktienzert.	0,97	Signifikant	Jupiter Fund Management plc	0,90	Signifikant
Vontobel Holding AG	0,92	Signifikant	Man Group Plc	0,96	Signifikant
VP Bank AG Class A	0,91	Signifikant	Schroders PLC	0,93	Signifikant
Durchschnitt	0,90		Durchschnitt	0,98	
Median	0,92		Median	0,93	

Anhang 2

Liquidität der Inhaberaktien und Bewertungsabschlag

Bestimmung der Illiquidität

- Die Übernahmekommission (UEK) erachtet alle Wertpapiere, die im SLI-Index enthalten sind, und alle Wertpapiere, deren Median des täglichen Handelsvolumens in mindestens zehn von zwölf Monaten grösser als 0,04% des Free Float ist, als liquid.¹
- Wie rechts abgebildet, erfüllen die gehandelten EdRS-Inhaberaktien in keinem der beobachteten Monate dieses Kriterium. Gemäss Definition der UEK ist die Aktie daher als illiquid zu betrachten.
- Als zusätzliche Messgrösse wurde die Geld-Brief-Spanne der EdRS-Inhaberaktien analysiert.² Sie ist rechts über den Zeitraum abgebildet, der auch gemäss der UEK-Definition (oben) relevant ist. Die monatlichen Mediane schwanken zwischen 1,27% und 2,42% (Durchschnitt: 1,85%). Diese relativ hohen Werte deuten ebenfalls darauf hin, dass die Aktie allgemein illiquid ist.

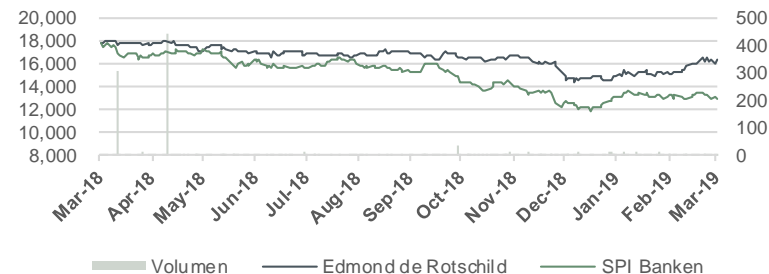
Relevanz der Illiquidität

- Auf die vorliegende Transaktion ist die Mindestpreisregel nicht anwendbar, weshalb die Illiquidität ohne direkte Relevanz ist. Bei der Bewertung gilt es jedoch, die Illiquidität zu berücksichtigen. Weniger liquide Aktien haben ein höheres Marktrisiko als liquider Aktien.
- Unter Bewertungsexperten ist unbestritten, dass bei nicht marktfähigen Minderheitsanteilen ein Abschlag für die Illiquidität (oder fehlende Marktfähigkeit) vorzunehmen ist. In der Praxis beträgt der Abschlag auf marktfähigen Minderheitsanteilen zwischen 15% und 20%.³ Der Abschlag widerspiegelt die Differenz zwischen liquiden/börsennotierten Aktien und Minderheitsbeteiligungen an Privatunternehmen.

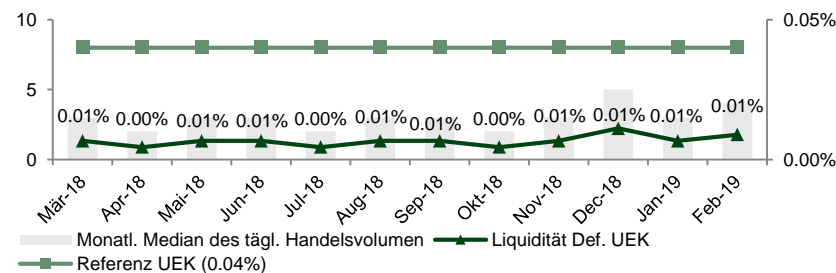
Anwendung eines Illiquiditätsabschlags

- Gemäss den obigen Definitionen sind die EdRS-Inhaberaktien illiquid. Dennoch sind sie bis zu einem gewissen – beschränkten – Grad liquid. Deshalb ist der Bewertungsabschlag mit Umsicht zu bestimmen.
- Angesichts des vorliegenden Sachverhalts erachtet Alantra einen Illiquiditätsabschlag von 15% als angemessen. Bei einer Bandbreite von 15% bis 20% ist dies auch ein eher konservativer Ansatz im Rahmen einer Fairness Opinion.

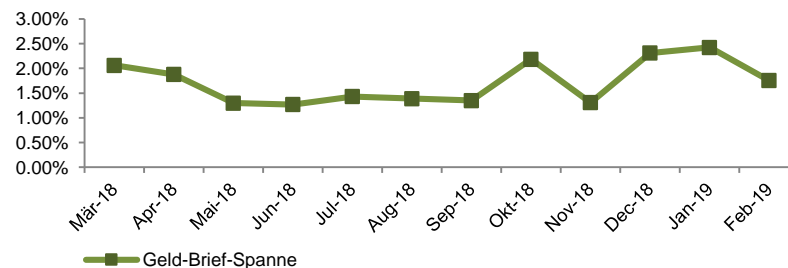
Kursentwicklung der EdRS-Aktie (vs. SPI Banken)



Liquiditätstests (EdRS-Inhaberaktien, basierend auf UEK-Definition)



Die Geld-Brief-Spanne (eine Messgrösse für die Illiquidität)



1) UEK-Rundschreiben Nr. 2; 2) siehe Amihud/Mendelson (Journal of Financial Economics) in Aswath Damodaran, The Cost of Illiquidity, NYU Stern 2006 (S. 15);

3) siehe Cheridito/Schneller, Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung, Der Schweizer Treuhänder 2008 (Nr. 6-7/S. 421)

Anhang 3

Berechnung der relevanten Anzahl Aktien

EdRS: Entwicklung ausstehende Aktien und Aktionariat								
Schritt	Ende 2018	Vorankündigung	B Schritt 1: Kapitalherabsetzung und Übertragung von eigenen Aktien			A Schritt 2: Kapitalerhöhung und Sachdividende		
	Datum	Datum	Aktienübertragung	Kapitalreduktion	Nach Schritt 1	Kapitalerhöhung	Sachdividende	Nach Schritt 2
	31.12.2018	13.3.2019	13.3.–25.4.2019	Juli 2019	Juli 2019	Juli 2019	Ende Sept. 2019	Ende Sept. 2019
EdRH	219,672	219,672			220,274			255,261
Namenaktien / N	180,000	180,000			180,000			180,000
Inhaberaktien / I	39,672	39,672	602		40,274			40,274
Aktien der Kat. B	–	–			–		34,987	34,987
EdRSA	–	–			–			–
Namenaktien / N	–	–			–			–
Inhaberaktien / I	–	–			–			–
Aktien der Kat. B	–	–			–	34,987	(34,987)	–
Öffentlich	5,655	5,655			5,655			5,655
Namenaktien / N	–	–			–			–
Inhaberaktien / I	5,655	5,655			5,655			5,655
Aktien der Kat. B	–	–			–			–
Eigene	24,673	24,673			471			471
Namenaktien / N	20,000	20,000		(20,000)	–			–
Inhaberaktien / I	4,673	4,673	(602)	(3,600)	471			471
Aktien der Kat. B	–	–			–			–
			B Bewertungsbasis			A Bewertungsbasis		
			Aktienklassen			Aktienklassen		
			NOSH	Kapital je Klasse		NOSH	Kapital je Klasse	
			Namenaktien / N	180,000	43.9%	Namenaktien / N	180,000	30.79%
			Inhaberaktien / I	45,929	56.1%	Inhaberaktien / I	45,929	39.28%
			Aktien der Kat. B	–	0.0%	Aktien der Kat. B	34,987	29.92%
			Total	225,929	100.0%	Total	260,916	100.00%
			Relevante (gewichtete) NOSH	81,929		Relevante (gewichtete) NOSH	116,916	

Bei EdRF ist keine Veränderung der Kapitalstruktur geplant. Es gibt nur eine Aktienklasse (5'538'388 Aktien mit einem Nominalwert von je EUR 15.–). 99,56% der Aktien sind im Besitz von EdRSA und werden von EdRS erworben.

Weder bei EdRS noch EdRF bestehen Ausstände im Zusammenhang mit Aktienoptionsplänen/Aktienbezugsrechten, denen eigene Aktien zugrunde liegen. Die eigenen Aktien werden von der Kapitalbasis abgezogen; 101 der öffentlichen Inhaberaktien werden von Herrn Baron Benjamin de Rothschild gehalten

Anhang 4

Zielkapitalisierung

CET1-Quoten der Vergleichsgruppe (ausgewählte Wealth Manager und Privatbanken)

Unternehmen (Land)	CET1 Ratio (%)		
	2015	2016	2017
Bellevue Group AG (CH)	23.3%	18.7%	16.6%
Boston Private (US)	9.8%	10.0%	10.3%
Brewin Dolphin (GB)	–	–	–
EFG International AG (CH)	12.8%	18.2%	17.7%
Evli Pankki Oyj Class B (FI)	19.2%	15.3%	15.0%
Julius Baer Gruppe AG (CH)	18.3%	16.4%	16.7%
Liechtensteinische Landesbank (LI)	20.6%	21.0%	22.2%
Rathbone Brothers Plc (GB)	16.4%	17.7%	20.7%
Van Lanschot Kempen (NL)	16.3%	18.6%	20.3%
Vontobel Holding AG (CH)	17.9%	19.0%	18.4%
VP Bank AG Class A (LI)	24.4%	27.1%	25.7%
Durschnitt	16.3%	16.5%	16.7%
Median	17.9%	18.2%	17.7%

Anhang 5

Stille Reserven

Methodik

- Die stillen Reserven von EdRS und EdRF wurden anhand von Informationen der jeweiligen Geschäftsleitung eingehend analysiert.
- Auf Basis der nicht realisierten Gewinne nach Steuern wurden verschiedene relevante Positionen identifiziert und geprüft.

Anhang 6

Trading-Multiplikatoren von vergleichbaren Unternehmen – Asset Management

Trading-Multiplikatoren

Asset Management

Unternehmen (Land)	MK	UW	P/B			P/E			Kurs/Ertrag		
	(CHF Mio.)	(CHF Mio.)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Amundi SA (FR)	13'017,3	19'416,7	1,8x	1,7x	1,4x	11,7x	11,2x	10,5x	4,5x	4,3x	4,2x
ANIMA Holding S.p.A. (IT)	1'572,7	2'056,9	1,7x	1,7x	1,6x	8,0x	7,5x	7,4x	4,0x	3,9x	3,7x
Brooks Macdonald Group plc (GB)	295,7	252,9	3,0x	2,7x	2,6x	20,7x	12,5x	11,0x	2,1x	2,0x	1,9x
Eaton Vance Corp. (US)	4'743,9	6'096,3	7,5x	6,6x	4,6x	12,5x	12,8x	12,7x	2,8x	2,8x	2,8x
Federated Investors, Inc. Class B (US)	3'004,8	3'132,5	4,6x	5,0x	3,9x	14,1x	13,8x	13,9x	2,6x	2,4x	2,3x
Fiera Capital Corporation Class A (CA)	879,7	1'205,4	2,5x	2,1x	2,0x	11,3x	9,4x	7,9x	2,2x	2,0x	1,9x
GAMCO Investors, Inc. Class A (US)	579,2	566,9	n.a.	n.a.	n.a.	4,9x	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Janus Henderson Group PLC (US)	4'846,6	3'830,1	3,2x	3,7x	1,0x	9,4x	9,6x	9,6x	2,1x	2,3x	2,2x
Jupiter Fund Management plc (GB)	2'200,0	1'726,9	2,7x	2,7x	2,6x	14,0x	13,0x	11,3x	4,6x	4,2x	4,0x
Man Group Plc (GB)	2'103,4	1'882,4	0,9x	1,3x	1,2x	7,7x	6,8x	5,6x	2,3x	2,0x	1,8x
Schroders PLC (GB)	9'547,9	6'033,0	2,6x	2,3x	2,1x	13,1x	12,0x	11,2x	3,4x	3,2x	3,1x
Durchschnitt	3'890,1	4'200,0	3,0x	3,0x	2,3x	11,6x	10,8x	10,1x	3,1x	2,9x	2,8x
Median	2'200,0	2'056,9	2,7x	2,5x	2,0x	11,7x	11,6x	10,7x	2,7x	2,6x	2,5x

Anhang 6

Trading-Multiplikatoren von vergleichbaren Unternehmen – Wealth Management

Trading-Multiplikatoren

Wealth Management

Unternehmen (Land)	MK (CHF Mio.)	UW (CHF Mio.)	P/B			P/E			Kurs/Ertrag		
			2015	2016	2017	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Bellevue Group AG (CH)	283,6	141,9	2,1x	1,8x	1,6x	14,2x	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.	k. A.
Boston Private Financial Holdings, Inc. (US)	963,6	1'785,1	1,3x	1,3x	1,2x	12,5x	11,9x	10,9x	2,6x	2,8x	2,6x
Brewin Dolphin Holdings PLC (GB)	1'188,1	939,7	4,1x	3,7x	3,4x	16,5x	15,4x	13,9x	2,7x	2,7x	2,5x
EFG International AG (CH)	1'884,8	7'828,3	1,7x	0,9x	1,1x	8,7x	8,0x	7,6x	1,6x	1,6x	1,5x
Evli Pankki Oyj Class B (FI)	251,4	426,7	3,2x	3,4x	3,1x	14,9x	12,6x	11,2x	3,3x	3,1x	2,8x
Julius Bär Gruppe AG (CH)	9'358,1	32'911,0	1,9x	1,8x	1,6x	11,3x	10,0x	9,8x	2,8x	2,6x	2,6x
Liechtensteinische Landesbank AG (LI)	1'997,0	4'859,2	1,2x	1,2x	1,1x	19,4x	14,8x	14,6x	5,1x	4,6x	4,4x
Rathbone Brothers Plc (GB)	1'666,1	(22,6)	4,2x	3,9x	3,5x	16,6x	15,0x	14,4x	3,7x	3,5x	3,4x
Van Lanschot Kempen NV Aktienzert. (NL)	979,9	4'348,3	0,7x	0,6x	0,6x	14,0x	11,9x	11,2x	1,7x	1,7x	1,7x
Vontobel Holding AG (CH)	3'035,1	12'064,2	2,1x	2,0x	1,9x	13,8x	11,5x	9,6x	2,6x	2,4x	2,3x
VP Bank AG Class A (LI)	800,6	1'745,1	0,9x	0,9x	0,8x	14,6x	11,8x	10,8x	2,8x	2,5x	2,4x
Durchschnitt	2'037,1	6'093,4	2,1x	1,9x	1,8x	14,2x	12,3x	11,4x	2,9x	2,7x	2,6x
Median	1'188,1	1'785,1	1,9x	1,8x	1,6x	14,2x	11,9x	11,1x	2,7x	2,6x	2,5x

Anhang 7

Übersicht über vergleichbare Transaktionen – Asset Management

Datum	Käufer	Zielunternehmen	Land	Zielbeschreibung	Aktienwert		
					Ertrag	Buchwert	Netto- ergebnis
19.11.2018	Paulson & Co. Inc.	BrightSphere Investment Group plc (20,63%-Beteiligung)	Vereinigtes Königreich	In den USA ansässiger Asset Manager	1,71x	n.a.	n.a.
12.7.2018	Nomura Real Estate Holdings, Inc.	Lothbury Investment Management Limited	Vereinigtes Königreich	Im Vereinigten Königreich ansässiger Asset Manager, der auf direkte und indirekte Anlagelösungen für institutionelle Anleger spezialisiert ist	k. A.	k. A.	16,43x
12.12.2016	Amundi SA	Pioneer Investment Management SGR	Italien	In Italien ansässiger Asset Manager	k. A.	k. A.	15,52x
30.9.2016	Fiera Capital Corporation	Charlemagne Capital Limited	Vereinigtes Königreich	Im Vereinigten Königreich ansässiger Asset Manager, der in Emerging und Frontier Markets investiert	1,64x	k. A.	17,45x
11.3.2016	Cubic (London) Limited	C-QUADRAT Investment AG (65,46%-Beteiligung)	Österreich	In Österreich ansässiger Asset Manager	2,44x	k. A.	9,85x
15.8.2013	AllianceBernstein LP	W.P. Stewart & Co Ltd	USA	Auf den Bermudainseln ansässiger Asset Manager	k. A.	2,59x	27,49x
2.8.2013	Arca Impresa Gestioni SGR SpA	Carige Asset Management Sgr SpA	Italien	In Italien ansässiger Asset Manager	k. A.	k. A.	23,37x
2.7.2013	Miton Group plc	PSigma Asset Management Limited	Vereinigtes Königreich	Im Vereinigten Königreich ansässiger Asset Manager	3,07x	k. A.	k. A.
25.3.2013	Schroders Plc	Cazenove Capital Management Limited	Vereinigtes Königreich	Im Vereinigten Königreich ansässiger Asset Manager	k. A.	5,31x	24,52x
21.2.2013	Crestview Partners, LP	Victory Capital Holdings, Inc.	USA	In den USA ansässiger Asset Manager und Anlageberater	2,24x	k. A.	k. A.
12.12.2012	GCS Capital	Candriam Investors Group	Belgien	In Belgien ansässiger Asset Manager	k. A.	k. A.	9,99x
31.7.2012	Grupo Safra SA	Bank J. Safra Sarasin AG (40,19%-Beteiligung)	Schweiz	In der Schweiz ansässige Privatbank	k. A.	1,59x	19,47x
27.2.2012	Fiera Capital Corporation	Natcan Investment Management Inc	Kanada	In Kanada ansässiger Vermögensverwalter, der Asset Management, Anlagefonds und Portfoliomanagement für Privatkunden anbietet	6,67x	k. A.	k. A.
7.7.2011	Principal Global Investors, LLC	Origin Asset Management LLP (74%-Beteiligung)	Vereinigtes Königreich	Im Vereinigten Königreich ansässiger Vermögensverwalter	k. A.	k. A.	10,45x
12.1.2011	Janus Henderson Group Plc	Gartmore Investment Management Limited	Vereinigtes Königreich	Im Vereinigten Königreich ansässiger Asset Manager	k. A.	k. A.	33,52x
Min.					1,64x	1,59x	9,85x
Durchschnitt					2,96x	3,16x	18,91x
Median					2,34x	2,59x	17,45x
Max.					6,67x	5,31x	33,52x

Anhang 7

Übersicht über vergleichbare Transaktionen – Wealth Management

Datum	Käufer	Zielunternehmen	Land	Zielbeschreibung	Aktienwert		
					Ertrag	Buchwert	Netto- ergebnis
3.12.2018	Banca Generali Spa	Valeur Fiduciaria SA (90,1%-Beteiligung)	Schweiz	In der Schweiz ansässiger Wealth Manager	k. A.	k. A.	11,99x
20.4.2018	Old Mutual plc (Aktionäre)	Quilter plc (86,6%-Beteiligung)	Vereinigtes Königreich	Im Vereinigten Königreich ansässiger Anbieter von Vermögenslösungen und Asset-Management-Dienstleistungen	k. A.	k. A.	18,99x
19.10.2017	Mason Group Holdings Limited	Raiffeisen Bank Liechtenstein AG	Liechtenstein	In Liechtenstein ansässiges Unternehmen, das Dienstleistungen im Private Banking und für externe Vermögensverwalter erbringt	k. A.	1,32x	n.a.
27.11.2015	ODDO BHF	BHF Kleinwort Benson Group (78,43%-Beteiligung)	Belgien	In Belgien ansässige Geschäftsbank, die hauptsächlich im Wealth Management, Asset Management und Geschäftsbankgeschäft tätig ist	k. A.	0,93x	9,59x
16.11.2015	Julius Bär Gruppe AG	Kairos Partners SGR spa (60,1%-Beteiligung)	Italien	In Italien ansässiger Asset Manager	k. A.	k. A.	10,43x
14.7.2014	Banco BTG Pactual S.A.	Banca della Svizzera Italiana SA	Schweiz	In der Schweiz ansässige, international tätige Wealth-Management-Bank	k. A.	n.a.	n.a.
31.7.2012	Grupo Safra SA	Bank J. Safra Sarasin AG (40,19%-Beteiligung)	Schweiz	In der Schweiz ansässige Privatbank	k. A.	1,59x	19,47x
31.5.2011	Brewin Dolphin Holdings Plc	Tilman Asset Management Limited	Irland (Republik)	In Irland ansässiger Asset Manager und Anlageberater	k. A.	k. A.	14,92x
21.5.2010	Hinduja Group Ltd.	KBL European Private Bankers S.A.	Luxemburg	In Luxemburg ansässiger Anbieter von Private-Banking-Dienstleistungen	k. A.	1,32x	11,04x
7.10.2009	Julius Bär Gruppe AG	ING Bank (Switzerland) Ltd	Schweiz	In der Schweiz ansässige Bank	k. A.	k. A.	13,91x
1.12.2008	Aabar Investments PJSC	Falcon Private Bank Ltd.	Schweiz	In der Schweiz ansässiger Anbieter von Private-Banking- und Asset-Management-Dienstleistungen, der auf Anlagestrategien, Anlagefonds und Anlagerichtlinien spezialisiert ist	k. A.	k. A.	8,72x
25.2.2008	The Co-operators Group Limited	Addenda Capital Inc.	Kanada	In Kanada ansässiger Vermögensverwalter, der auf die aktive Verwaltung von Fixed-Income-Portfolios für institutionelle und private Kunden spezialisiert ist	k. A.	k. A.	16,77x
Min.					k. A.	0,93x	8,72x
Durchschnitt					k. A.	1,29x	13,76x
Median					k. A.	1,32x	13,91x
Max.					k. A.	1,59x	19,47x

Anhang 8

EdRS (PFC): Überblick über die wichtigsten Bewertungsparameter

Annahmen in Bezug auf den Businessplan			Bewertung		
	Businessplan-Periode ¹	Bemerkungen		Grundszenario	Sensitivitäten
AuM-Wachstum (CAGR):	Durchschnitt = 3,7% (3,0%-4,0% p.a.)	EdRS erzielte ein Wachstum von 3,3%, EdRF ein solches von 2,8% (CAGR 2013–18)	Eigenkapitalkosten (CoE)	7,52%	7,02%–8,02%
Ertragsmargen	50–60 Bp.	Historischer Durchschnitt zwischen 53 und 57 Bp. (EdRS) sowie 55 und 64 Bp. (EdRF)	Zielwert für CET1-Quote	17,7%	17,2%–18,2%
Aufwand-Ertrag-Verhältnis (CIR)	Durchschnitt = 79,0% (eine Verbesserung in der Planungsperiode von rund 6 Prozentpunkten, ausgehend von heute)	Aktuelle Werte: 81,6% (EdRS) bzw. 85,0% (EdRF) (Durchschnitt 2016–18)	Ewige Wachstumsrate	1,5%	0,5%–2,5%
Steuersatz	Durchschnitt = 29,4% (28,5%–30,2%)	k. A.	Auszahlungsquote	45,0%–70,0% (jährliche Auszahlungsquote über die Businessplan-Periode)	k. A.
RWA-Wachstum (CAGR)	5,6%	ca. 3,2% der AuM 2019–2022			

Anhang 9

Abkürzungsverzeichnis

▪ AG/SA	Aktiengesellschaft/société anonyme
▪ Alantra	Alantra AG, Zürich
▪ AuM	Verwaltete Vermögen
▪ Bp./Pp.	Basispunkte/Prozentpunkte
▪ CAGR	Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate (Compound Annual Growth Rate)
▪ CAPM	Capital Asset Pricing Model
▪ CET1-Quote/Kapital	Harte Kernkapitalquote CET1/Hartes Kernkapital CET1
▪ CH/F	Schweiz/Frankreich
▪ CHF/EUR	Schweizer Franken/Euro
▪ CIR	Cost-Income-Ratio, Aufwand-Ertrags-Verhältnis
▪ CoE	Eigenkapitalkosten
▪ DDM	Dividendendiskontierungsmodell
▪ EdRH-Angebot	Öffentliches Kaufangebot von EdRH
▪ Fairness Opinion	Bewertungsbericht zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots von EdRH
▪ FTE	Vollzeitstellenäquivalente
▪ Geschäftsleitung	Die Geschäftsleitung von EdRS und/oder EdRF
▪ GJ	Ganzes (Geschäfts-)Jahr
▪ Mio./Mrd.	Million/Milliarde
▪ NNM	Nettoneugeld
▪ NOSH	Anzahl ausstehender Aktien
▪ RWA	Risikogewichtete Aktiven
▪ VR	Verwaltungsrat (von EdRS und/oder EdRF)
▪ SIX	Six Swiss Exchange

Kontaktinformationen

Kurt Rüegg*Managing Partner***E** kurt.ruegg@alantra.com**T** +41 44 552 50 50**F** +41 44 552 50 79**Ralf Herrmann***Partner***E** ralf.herrmann@alantra.com**T** +41 44 552 50 53**F** +41 44 552 50 79

Alantra AG
Stockerstrasse 47
8002 Zürich
Schweiz

T +41 44 552 50 50**F** +41 44 552 50 79www.alantra.com