



Lombard Odier Darier Hentsch

Corporate Finance

Rapport à l'attention du conseil d'administration d'Absolute Managers SA

relatif à

l'appréciation de l'équité financière de l'offre publique
d'acquisition d'Absolute Private Equity SA, Zoug, portant
sur toutes les actions au porteur d'Absolute Managers SA,
Zoug, se trouvant en mains du public

23 novembre 2005

Lombard Odier Darier Hentsch & Cie
Corporate Finance

Sihlstrasse 20 · 8021 Zurich | Case postale 1831 · 8032 Zurich | Suisse
Téléphone +41 (0)1 214 11 11 · Fax +41 (0)1 214 13 39 · www.lodh.com

Table des matières

Liste des abréviations	III
Liste des annexes	IV
1 Introduction.....	1
1.1 Situation initiale	1
1.2 Mandat du conseil d'administration d'ABSM à LODH Corporate Finance..	2
2 Bases et analyse.....	3
2.1 Analyse du prix des actions.....	5
2.2 Analyse du volume des actions	5
2.3 Analyse des calculs NAV	6
2.4 Analyse de la décote NAV.....	7
2.5 Liquidation d'ABSM	8
3 Appréciation globale	9

Liste des abréviations

CHF	franc(s) suisse(s)
Décote	différence en pour-cent entre la 'Net Asset Value' et le cours boursier des actions
NAV	Net Asset Value (valeur nette des actifs)

Liste des annexes

Annexe 1: Analyse de l'évolution du cours boursier, de la NAV et de la décote

Annexe 2: Analyse de la liquidité des actions d'entreprises comparables

Annexe 3: Analyse des décotes d'entreprises comparables

Annexe 4: Analyse des décotes de transactions comparables

1 Introduction

1.1 Situation initiale

Le 28 novembre 2005, Absolute Private Equity SA, Zoug (ci-après «ABS PE») envisage de soumettre aux actionnaires d'Absolute Managers SA, Zoug (ci-après «ABSM») une offre publique d'acquisition (ci-après «Offre d'acquisition») portant sur toutes les actions ABSM au porteur se trouvant dans le public d'une valeur nominale de CHF 30 chacune (ci-après «Actions ABSM au porteur»). ABS PE offre USD 47.50 en espèces pour une Action ABSM au porteur, ce qui correspond au cours d'ouverture moyen pendant les 30 jours de bourse précédant la publication de l'annonce préalable le 24 novembre 2005 plus une prime de 1.55%. L'Offre d'acquisition n'est soumise à aucune condition.

ABSM est une société d'investissement cotée au SWX Swiss Exchange exerçant ses activités principalement par le biais de ses deux filiales à 100%, Technissimo Ltd (ci-après «Technissimo») et Carry Ltd (ci-après «Carry»), toutes deux ayant leur siège aux îles Cayman. L'objectif de placement d'ABSM est un portefeuille largement diversifié provenant de ce qu'il est convenu d'appeler des 'seed hedge funds' avec un excellent rapport risque / bénéfice.

ABS PE est, tout comme ABSM, une société d'investissement cotée au SWX Swiss Exchange exerçant ses activités principalement par le biais de ses filiales inscrites aux îles Cayman. L'objectif de placement d'ABS PE est un portefeuille largement diversifié de 'private equity' ayant une corrélation faible avec les marchés traditionnels d'actions et d'obligations.

Depuis janvier 2005, la direction des deux sociétés ABSM et ABS PE est assumée par Absolute Investment Services SA, Zurich (ci-après «AIS»).

1.2 Mandat du conseil d'administration d'ABSM à LODH Corporate Finance

Le conseil d'administration d'ABSM a mandaté LODH Corporate Finance afin d'élaborer un rapport ('fairness opinion') portant sur l'équité financière de l'Offre d'acquisition. Ce rapport est destiné à servir de base d'appréciation au conseil d'administration dans le cadre du rapport qu'il doit rédiger à l'attention des actionnaires. Elle peut être mise à la disposition du public.

Le présent rapport ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de refuser l'Offre d'acquisition. Il ne contient pas non plus d'appréciation concernant les effets que pourrait avoir la décision d'accepter ou de refuser l'Offre d'acquisition. Enfin, ce rapport ne contient pas d'appréciation de la valeur future de l'Action ABSM au porteur, ni concernant le prix auquel les Actions ABSM au porteur non présentées à l'acceptation de l'Offre d'acquisition pourront être négociées à l'avenir.

2 Bases et analyse

Pour élaborer la présente attestation d'équité, LODH Corporate Finance a exécuté les activités suivantes:

- examen du projet du 10 novembre 2005 de l'annonce préalable de l'Offre d'acquisition (ci-après l' «Annonce préalable»);
- examen du projet du 22 novembre 2005 de l'Offre d'acquisition ;
- examen des calculs de valeur nette des actifs («NAV») d'ABSM, Technissimo et Carry mis à notre disposition par ABSM et confirmations NAV concernant chaque investissement 'hedge fund' de Technissimo;
- entretiens avec le management d'AIS sur le processus des calculs et confirmations NAV;
- examen et analyse de chiffres financiers et données du marché accessibles au public pour la plausibilisation des informations obtenues, notamment:
 - examen du rapport annuel révisé au 31 décembre 2004 et du rapport semestriel non révisé au 30 juin 2005 d'ABSM;
 - analyse de l'évolution de la décote des Actions ABSM au porteur;
 - analyse de la décote des Actions ABSM au porteur en comparaison avec les actions d'autres sociétés d'investissement;
 - analyse de l'évolution de la liquidité des Actions ABSM au porteur;
 - analyse de la liquidité des Actions ABSM au porteur en comparaison avec celle d'autres sociétés d'investissement;

- analyse d'informations accessibles au public sur des transactions comparables concernant des sociétés d'investissement ces trois dernières années;
- évaluation d'un scénario de liquidation du point de vue des actionnaires.

Dans le cadre de ses travaux, LODH Corporate Finance n'a pas entrepris d'estimations ou d'évaluations propres des actifs et passifs d'ABSM ou de ses investissements directs ou indirects.

L'appréciation ci-dessous de LODH Corporate Finance se base entre autres sur des conditions cadres financières et de marché, et prend en compte des conditions prévalant sur les marchés des capitaux ainsi que d'autres éléments existants ou attendues au moment de l'appréciation et pouvant être évaluées.

Lors de l'élaboration de son rapport, LODH Corporate Finance a tenu pour acquis que les informations financières et autres informations qu'elle a utilisées étaient exactes et complètes et s'y est fiée sans assumer de responsabilité pour la vérification indépendante de telles informations.

En outre, LODH Corporate Finance s'est fondée sur les déclarations du management d'AIS lui assurant qu'il n'avait pas connaissance de faits ou de circonstances selon lesquels les informations utilisées seraient inexactes ou trompeuses.

2.1 Analyse du prix des actions

Les Actions ABSM au porteur sont régulièrement négociées. Le management d'AIS a connaissance du fait qu'une institution financière (Credit Suisse, Zurich) agit comme 'market maker'. L'intervention de cette institution financière produit un effet de lissage sur ce marché. Il n'existe toutefois pas d'accords concernant de telles transactions de marché entre AIS, resp. ABSM, et de l'institution financière en question.

L'annexe 1 présente entre autres l'évolution du cours de l'Action ABSM au porteur depuis la modification du but social en avril 2003 (ci-après le «Changement de but»)¹.

Le prix de l'Offre d'acquisition de USD 47.50 par Action ABSM au porteur (ci-après le «Prix offert») est de 1.55% supérieur au cours d'ouverture moyen de l'Action ABSM au porteur pendant les 30 derniers jours de bourse avant la publication de l'Annonce préalable, resp. 1.71% supérieur au cours d'ouverture de l'Action ABSM au porteur le jour précédant la publication de l'Annonce préalable.

Du début de l'année 2005 au jour précédant l'Annonce préalable, l'appréciation du cours de l'Action ABSM au porteur s'élevait à 10.3%.

2.2 Analyse du volume des actions

L'annexe 2 représente les volumes de transactions hebdomadaires, resp. la liquidité de l'Action ABSM au porteur et des actions d'autres sociétés d'investissement sélectionnées au cours de l'année précédant la publication de l'Annonce préalable. Les critères de sélection pour les autres sociétés d'investissement sont principalement leurs capitalisations boursière.

La liquidité de l'Action ABSM au porteur doit être considérée comme très basse, mais est légèrement supérieure à la moyenne lorsqu'elle est

¹ Voir Offre d'acquisition

comparée avec la liquidité des actions d'autres sociétés d'investissement.

2.3 Analyse des calculs NAV

Les sociétés d'investissement sont généralement évaluées sur la base de leur NAV (aux valeurs de marché). Pour Technissimo, des spécialistes indépendants (Bank of Butterfield, Grand Cayman; Admiral Grand Cayman; Bisys, Dublin) de l'évaluation des 'hedge funds' fournissent chaque semaine à l'administrateur de la société (Technissimo) des estimations de la NAV de chaque investissement. A la fin de chaque mois, des NAV fermes sont communiquées. Pour Carry, la NAV publiée dans le rapport le plus récent du 31 octobre 2005 se base essentiellement sur la valeur d'acquisition d'un investissement dans un Seed Hedge Fund effectué en octobre 2005, sous déduction d'une créance détenue par sa société-mère ABSM, qui a été convertie en capital-actions de Carry début novembre 2005. L'administrateur (Citco Fund Services NV, Amsterdam) calcule les NAV de Technissimo et de Carry et les transmet à l'administrateur d'ABSM (Credit Suisse, Zurich). Celui-ci établit alors une NAV consolidée d'ABSM. Avant la publication hebdomadaire de la NAV d'ABSM, AIS effectue des contrôles. Le calcul de la NAV d'ABSM paraît organisé de façon appropriée et a lieu régulièrement.

Au 31 octobre 2005, la NAV d'ABSM était essentiellement constituée par la NAV de Technissimo et Carry, ainsi que d'autres actifs nets de valeurs moindres. Début novembre 2005, Credit Suisse, Zurich, a accordé un prêt à ABSM. Ce prêt constitue une avance en vue de l'augmentation de capital à exécuter début décembre. Carry a employé cette avance pour effectuer un investissement en novembre 2005 dans un fonds de Private Equity.

Concernant la NAV de Technissimo, nous n'avons pas constaté d'écarts entre les confirmations NAV des spécialistes de l'évaluation et les NAV utilisées par l'administrateur d'ABSM dans le rapport consolidé au 11 novembre 2005.

De même, nous n'avons pas non plus constaté d'écarts entre la NAV au 31 octobre 2005 (en tenant compte des événements du mois de novembre 2005 relatés ci-dessus) et la NAV utilisée par l'administrateur d'ABSM dans le rapport consolidé au 11 novembre 2005.

2.4 Analyse de la décote NAV

En comparant la NAV d'ABSM publiée au 11 novembre 2005 au Prix offert, on obtient une décote de 6.3%.

L'annexe 1 représente entre autres l'évolution historique de la décote de l'Action ABSM au porteur depuis le Changement de but. La décote de 6.3% constituant la base du Prix offert est l'une des plus faibles pendant la période représentée (la décote la plus faible étant de 4.4% au 23 juillet 2004).

L'annexe 3 représente une comparaison de la décote de l'Action ABSM au porteur avec la décote des actions de sociétés d'investissement sélectionnées au cours de l'année précédant la publication de l'Annonce préalable.

En comparaison avec les actions d'autres sociétés d'investissement, la décote historique représentée de l'Action ABSM au porteur est, à environ 9.0%, inférieure à la moyenne de la décote de sociétés d'investissement comparables, à 11.2%. Les analyses des décotes pendant trois mois, resp. un mois avant la publication de l'Annonce préalable n'ont pas montré d'écart déterminant par rapport aux résultats ci-dessus.

L'annexe 4 représente les décotes d'une sélection de transactions comparables. Ces décotes sont sensiblement supérieures (11.5% à 31.7%) à la décote servant de base au Prix offert (6.3%).

2.5 Liquidation d'ABSM

En cas de liquidation d'ABSM, les liquidités disponibles après la liquidation des investissements et des filiales d'ABSM et le paiement de toutes les obligations seraient versées aux actionnaires.

Pour les actionnaires domiciliés fiscalement en Suisse et détenant les actions dans leur fortune privée, la différence entre la valeur nominale des actions et le produit de la liquidation est soumise à l'impôt sur le revenu. Il existe des différences cantonales en ce qui concerne le montant de l'imposition. Pour les actionnaires détenant les actions dans leur fortune commerciale, le principe de la valeur comptable s'applique. La base de mesure est la différence entre la valeur comptable et le produit de la liquidation. Selon la forme juridique de l'actionnaire et l'importance de la participation, leur imposition est réduite d'un rabais de participation et / ou d'un privilège de holding.

La différence entre la valeur nominale des actions et le produit de la liquidation est en outre soumise à l'impôt anticipé de 35 pour cent. Les actionnaires domiciliés en Suisse peuvent par ailleurs demander que cette contribution leur soit restituée ou qu'elle soit imputée de leurs impôts. Pour les actionnaires étrangers, l'étendue et la possibilité de la restitution dépendent de l'existence et de la teneur d'une convention de double imposition signée entre leur Etat de domicile fiscal et la Suisse.

Selon nos investigations, un scénario de liquidation, notamment pour des actionnaires privés et des actionnaires domiciliés à l'étranger qui, en vertu de la situation spécifique d'une convention de double imposition, ne peuvent pas demander la restitution ou imputer tous les impôts anticipés, aboutirait en ce qui concerne les impôts perçus par la Suisse à un produit moindre que celui de l'Offre d'acquisition. Ces actionnaires pourraient le cas échéant réaliser en cas de vente un gain en capital exonéré d'impôt, ou ne seraient pas soumis à l'impôt anticipé.²

² Quant aux conséquences fiscales possibles pour les actionnaires en cas d'acceptation de l'Offre d'acquisition, nous renvoyons en outre à l'alinéa I paragraphe 5 de l'Offre d'acquisition.

3 Appréciation globale

Pour fonder son appréciation de l'équité financière de l'Offre d'acquisition, LODH Corporate Finance s'est avant tout appuyée sur des calculs existants de NAV d'ABSM et des décotes de l'Action ABSM au porteur et d'actions d'autres sociétés d'investissement sélectionnées. Le Prix offert a été apprécié notamment en comparaison avec l'évolution du cours de l'Action ABSM au porteur sur les dernières années.

Compte tenu de toutes les analyses et évaluations, LODH Corporate Finance parvient à la conclusion que le Prix offert de USD 47.50 par Action ABSM au porteur (net, sous déduction du montant brut d'éventuels effets de dilution, p. ex. paiements de dividendes, augmentations de capital avec un prix d'émission inférieur au cours de bourse, remboursements de capital, ventes d'actions propres à un prix inférieur au Prix offert et émission d'options échéant avant l'exécution de l'offre) paraît financièrement équitable et juste.

Le présent rapport est régi par le droit suisse. Le for est à Zurich.

Avec nos salutations distinguées

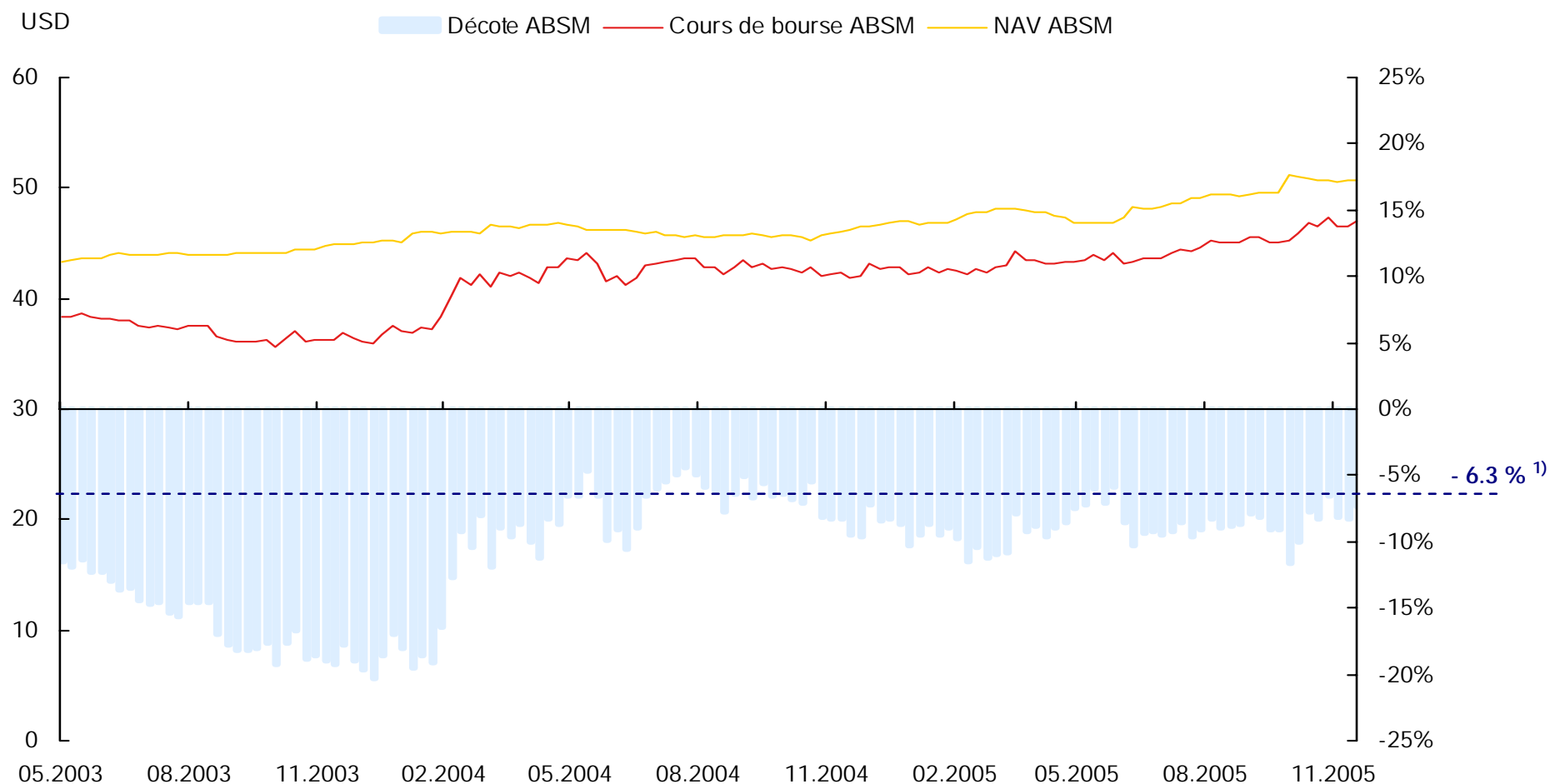
Lombard Odier Darier Hentsch & Cie
Corporate Finance

Philippe Leuenberger

Robin Richiger

Annexes

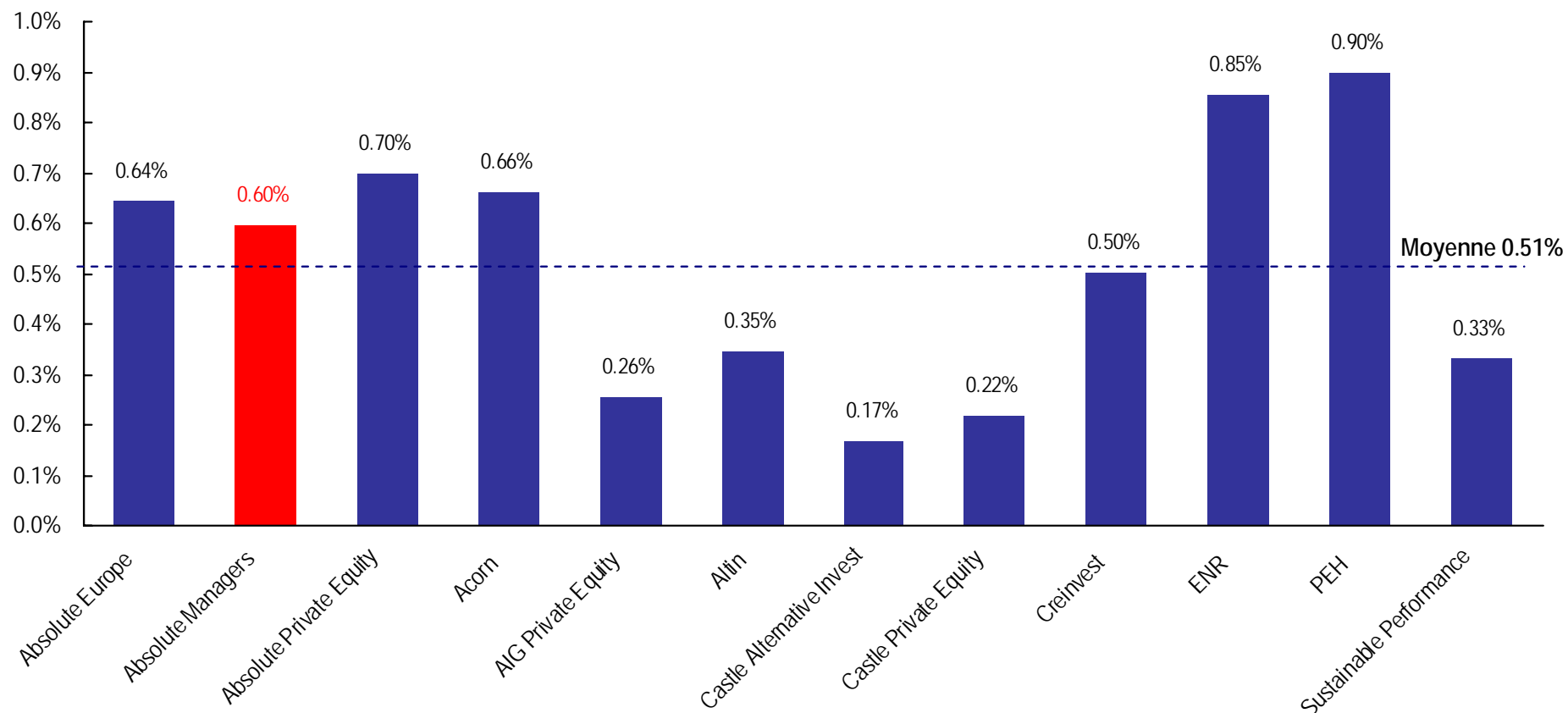
Annexe 1: Analyse de l'évolution du cours boursier, de la NAV et de la décote



1) Correspond à la décote servant de base au Prix offert

Source: Bloomberg

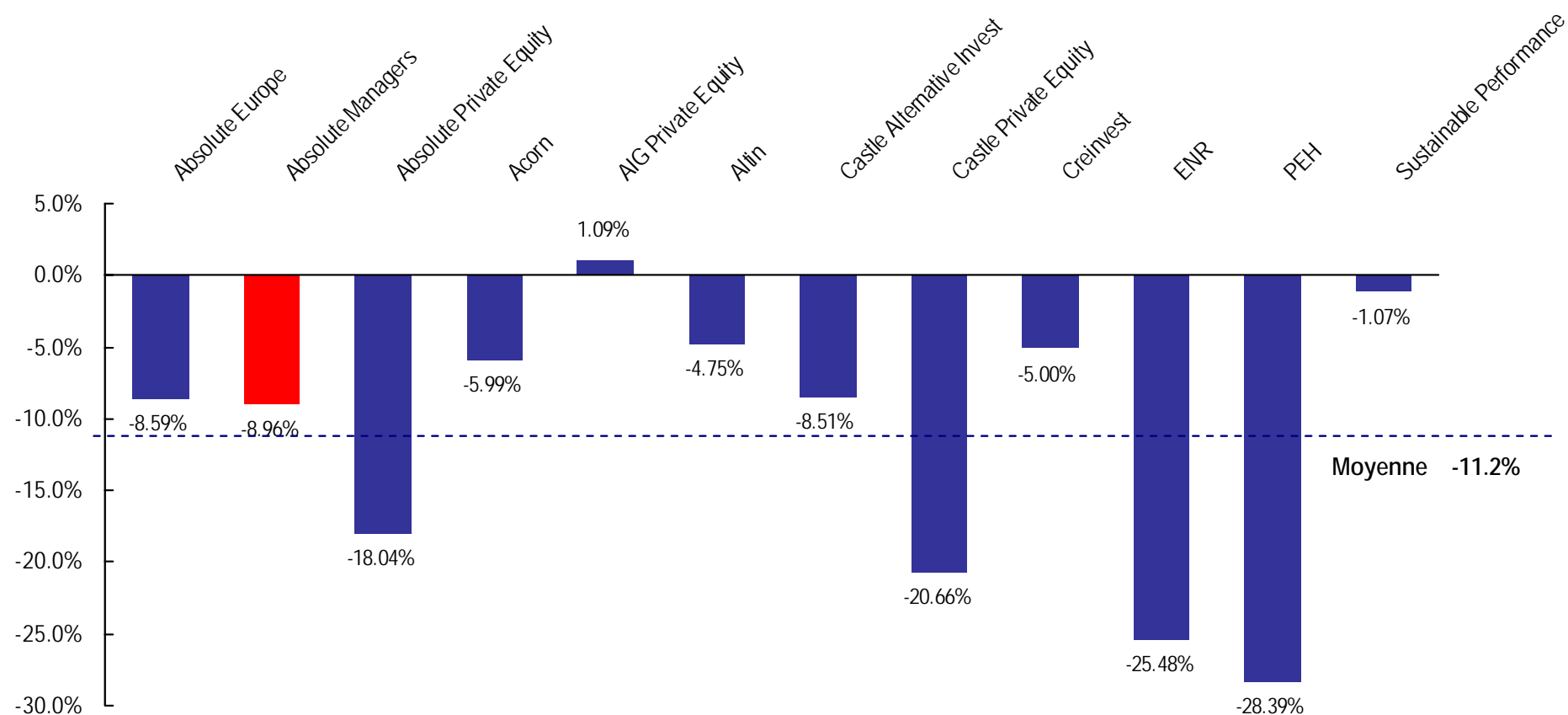
Annexe 2: Analyse de la liquidité des actions d'entreprises comparables



Correspond dans chaque cas à la moyenne de la liquidité hebdomadaire des actions au cours de l'année précédant la publication de l'Annonce préalable, c'est-à-dire volume négocié par semaine / total des actions émises.

Source: Bloomberg

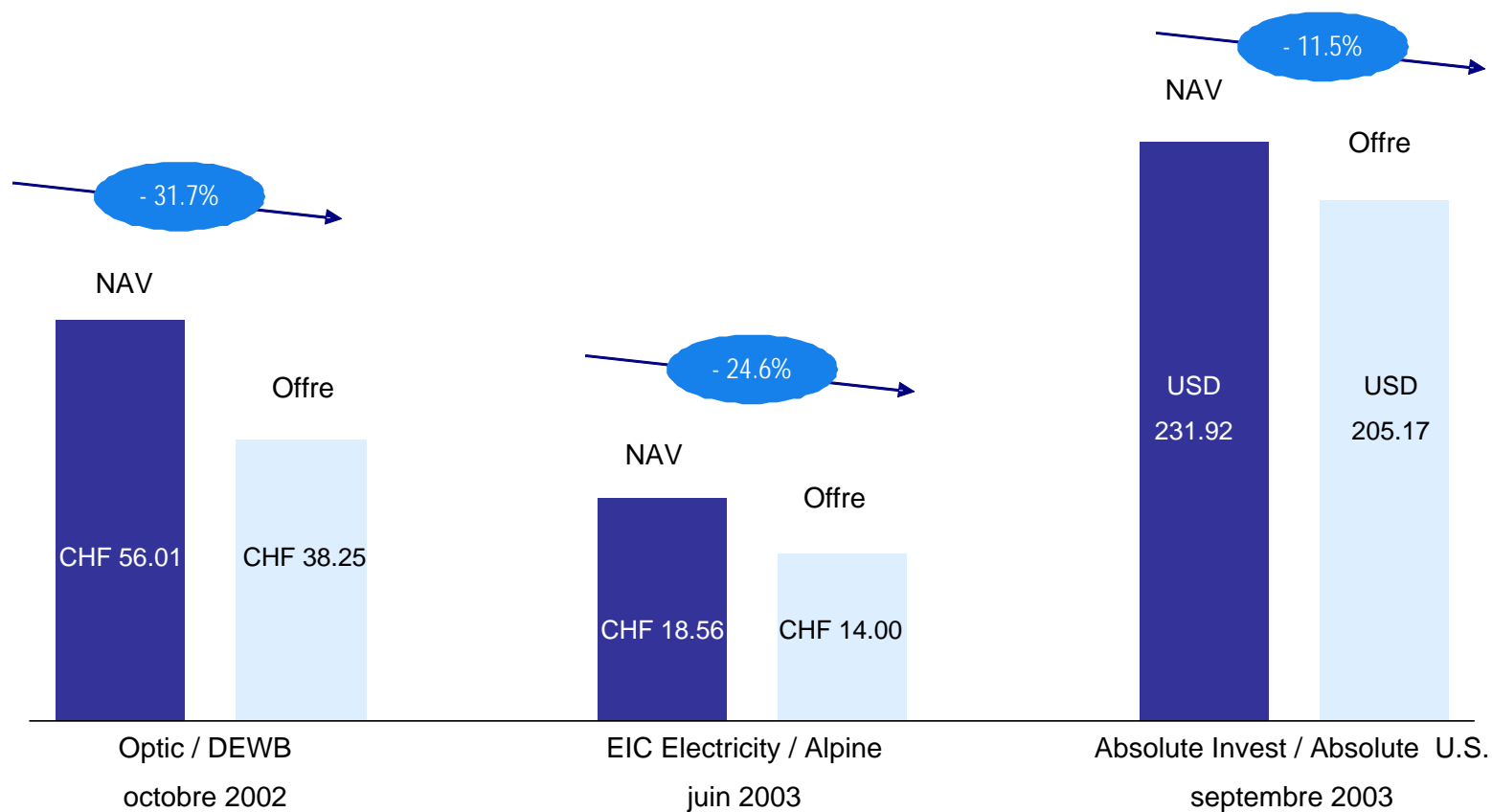
Annexe 3: Analyse des décotes d'entreprises comparables



Correspond dans chaque cas à la moyenne des décotes hebdomadaires au cours de l'année précédant la publication de l'Annonce préalable, c'est-à-dire $(NAV - \text{cours en bourse}) / NAV$.

Source: Bloomberg

Annexe 4: Analyse des décotes de transactions comparables



Les NAV correspondent toujours à la dernière NAV publiée de la société visée avant la publication de l'Annonce préalable.

L'offre publique d'acquisition de Gehold SA, Genève portant sur toutes les actions au porteur se trouvant dans le public d'EIC Electricity SA, Genève n'a pas été prise en considération dans l'analyse, car EIC ne disposait plus, au moment de la transaction, d'investissements importants (Source: Recommandation de la Commission des OPA du 17.2.05).

Source: Thomson One Banker, Bloomberg