

Rapport du conseil d'administration d'Athris Holding AG, Zoug, sur l'offre publique d'acquisition de Pelham Investments AG, Baar, portant sur toutes les actions nominatives et au porteur de la société en mains du public

Le conseil d'administration d'Athris Holding AG ("**Athris**" ou la "**Société**") a pris connaissance de l'offre publique d'acquisition ("**offre d'acquisition**" ou "**offre**") de Pelham Investments AG ("**Pelham**") du 18 septembre 2009 portant sur toutes les actions au porteur d'une valeur nominale de CHF 1.00 chacune ("**actions au porteur**") ainsi que sur toutes les actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 0.20 chacune ("**actions nominatives**" et avec les actions au porteur, les "**actions**") de la Société en mains du public. Il a établi ce rapport conformément à l'art. 29 al. 1 de la LBVM et les art. 30-32 OOPA.

1. Position du Conseil d'Administration

Le conseil d'administration d'Athris (le "**Conseil d'Administration**") est composé de Georg von Opel (président), Dr Markus Dennler (membre) et Dr. Gregor Joos (membre). Georg von Opel et Dr. Gregor Joos se sont abstenus de prendre part à l'établissement de ce rapport comme ils se trouvent en situation de conflit d'intérêts (voir à ce sujet les indications figurant à la section 4). Dr. Markus Dennler est ainsi le seul à avoir pris part à l'établissement de ce rapport. Ce rapport expose les principaux éléments d'appréciation visant à faciliter la décision des actionnaires, compte tenu de leur situation personnelle.

Le Conseil d'Administration a donné mandat à la banque Sarasin & Cie SA, Zurich ("**Sarasin**") d'établir une Fairness Opinion ("attestation d'équité") à l'attention du Conseil d'Administration, pour déterminer si l'offre d'acquisition est adéquate du point de vue des actionnaires (l'attestation d'équité peut être obtenue selon les modalités mentionnées à la section 7 ci-dessous). Dans son attestation d'équité, la banque Sarasin est parvenue à la conclusion que l'offre de Pelham n'est pas adéquate d'un point de vue financier pour les actionnaires. Ces considérations se fondent, en particulier, sur l'analyse de la valeur nette d'inventaire ajustée (adjusted Net Asset Value, "ANAV") ainsi que sur les analyses des sociétés et transactions comparables (voir à ce sujet la section 3.1 ci-dessous). L'attestation d'équité de Sarasin précise toutefois que l'acceptation de l'offre pourrait être justifiée, du point de vue des actionnaires, par la prise en considération des intérêts et intentions spécifiques des investisseurs, de la structure de propriété d'Athris, de la négociabilité limitée de l'action, du nombre limité de solutions alternatives, du prix du marché actuel, des chances et risques juridiques et de la situation fiscale individuelle.

2. Résumé de la situation

Athris est une société d'investissements qui a pour but de réaliser des rendements à long terme, supérieurs à la moyenne, principalement grâce à l'acquisition, la gestion et la vente de participations directes dans des sociétés nationales et étrangères cotées et non cotées, ainsi que par des investissements indirects (fonds d'investissement). Athris est issue de la restructuration du groupe Jelmoli, qui a notamment eu pour objet la création de deux sociétés cotées distinctes, à savoir une société immobilière (Jelmoli Holding AG) et une société d'investissements (Athris). Depuis le 30 mars 2009, les actions d'Athris sont cotées conformément au Main Standard à la SIX Swiss Exchange. Au 30 juin 2009, Athris disposait au total de CHF 30 millions en actions cotées en bourse, CHF 16 millions dans des investissements indirects (fonds d'investissement), ainsi que CHF 4 millions investis dans

des emprunts (investissements financiers fongibles). Parmi les participations non cotées d'Arthis figurent, en Suisse, Seiler Hotels Zermatt AG, Molino AG, Beach Mountain AG et la Fundgrube Bonne Occase AG, et à l'étranger, Hypercenter Investment S.A. et la Société du Centre Commercial et de Loisirs de Bab Ezzouar Spa. En outre, Athris dispose de liquidités et a de surcroît, accordé un prêt à Jelmoli Holding AG d'un montant de CHF 266 millions.

3. Appréciation du Conseil d'Administration

Le Conseil d'Administration a décidé d'exposer les principaux éléments d'appréciation de l'offre pour faciliter la décision des actionnaires, eu égard à leur situation personnelle. Le Conseil d'Administration ne fait pas de recommandation relative à l'acceptation ou au refus de l'offre. Cette évaluation a été effectuée par Dr. Markus Dennler, le seul membre indépendant du Conseil d'Administration.

3.1 Prix offert

Le prix offert par Pelham de CHF 1'050 par action au porteur et de CHF 210 par action nominative correspond à une décote de 29.6% (action au porteur et action nominative) par rapport à la Net Asset Value du 17 septembre 2009 et à une prime de 3.4% par rapport au cours de bourse du 17 septembre 2009 par action au porteur et 3.7% par action nominative. Le prix offert se situe à 16.2% par action au porteur et à 13.4% par action nominative au-dessus du cours moyen des volumes pondérés des actions pendant les 60 jours de bourse précédant la date de l'annonce préalable de l'offre.

Afin de déterminer l'adéquation financière de l'offre, Sarasin a examiné la nécessité d'un éventuel ajustement lors de l'évaluation de la Net Asset Value indiqué par Arthis. Pour cette raison, l'évaluation a été effectuée sur la base du ANAV.

Se fondant sur les analyses et réflexions effectuées dans le cadre de son attestation d'équité, Sarasin parvient à la conclusion que l'offre n'est pas adéquate d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Athris. Ces considérations se fondent principalement sur une analyse de l'ANAV ainsi que sur les analyses de sociétés et transactions comparables. Selon cette méthode d'évaluation, Sarasin considère qu'une décote de 15% à 25% serait adéquate, ce qui équivaut à une offre au comptant entre CHF 1'154 et CHF 1'308 pour les actions au porteur, et à une offre au comptant entre CHF 231 et CHF 262 pour les actions nominatives.

De plus, Sarasin précise dans son attestation d'équité que l'acceptation de l'offre au comptant pourrait toutefois être justifiée, du point de vue des actionnaires, en prenant en considération les intérêts et intentions spécifiques des investisseurs, la structure de propriété d'Athris, la négociabilité limitée de l'action, le nombre limité de solutions alternatives, le prix du marché actuel, les chances et risques juridiques et la situation fiscale individuelle.

L'attestation d'équité de Sarasin fait partie intégrante du présent rapport et est annexée au prospectus d'offre (voir section 7 ci-dessous).

3.2 Evolution du cours de bourse

Entre le premier jour de négoce, le 30 mars 2009, et le jour précédant la date de l'annonce préalable de l'offre le 17 septembre 2009, les actions au porteur et nominatives ont été négociées en dessous du prix de l'offre. Le cours de clôture le plus bas des actions au porteur à la SIX Swiss Exchange durant cette période était de CHF 738, et de CHF 150 pour les actions nominatives. Le cours de clôture le plus élevé des actions au porteur a été atteint le jour précédant la date de l'annonce préalable, et était de CHF 1'015, et de CHF 202.50 pour les actions nominatives. Le prix moyen pondéré par le volume des transactions réalisées en bourse durant les 60 jours de bourse qui ont précédé la publication de l'annonce préalable était de CHF 903.46 par action au porteur, et de CHF 185.12 par action nominative.

3.3 Liquidité du marché des actions

Pour Athris comme pour de nombreuses sociétés d'investissements, l'évaluation boursière demeure inférieure à la Net Asset Value de la société (Discount). La demande pour les actions de la société depuis le premier jour de négoce, le 30 mars 2009, n'a pas été suffisante pour amener le cours de bourse à un niveau correspondant à la Net Asset Value. Cette situation provient notamment du fait qu'en raison de la participation clairement majoritaire de Pelham et des personnes agissant en concert avec elle, le Free Float est faible.

Cependant, par le passé, en ce qui concerne la liquidité du marché des actions, Athris se situait nettement au-dessus de la moyenne des sociétés comparables analysées dans l'attestation d'équité de Sarasin. Chez Athris, la liquidité a, d'une part, été augmentée par une pression à la vente des actionnaires désirant sortir de la société avant de devenir des actionnaires d'une société holding, lors de la restructuration de Jelmoli Holding AG et Athris en mars 2009 et, d'autre part, par l'achat de participations par Pelham et par des personnes agissant de concert avec elle. Depuis que Pelham a commencé, le 24 juin 2009, à acheter des participations, qui ont été annoncées à chaque fois publiquement à la SIX Swiss Exchange en tant que transactions de Management, Pelham a contesté une partie significative du volume des actions nominatives rapporté par la SIX Swiss Exchange.

Depuis que la Société existe en tant que société publique, les actionnaires n'ont pas pu obtenir une valeur proche de la Net Asset Value en vendant leurs actions en bourse. Durant cette période, le Discount était de 32% et 50%. Le Conseil d'Administration ne s'attend pas à ce que cette situation se modifie à brève échéance. Au contraire, il est probable que le Free Float continue à diminuer suite à cette offre, ce qui est susceptible d'affecter défavorablement la demande et donc probablement d'influencer également le prix des actions. Un droit de retour à la Net Asset Value, comme en matière de fonds de placement, est exclu pour des raisons juridiques.

Pelham a communiqué son intention d'obtenir le plein contrôle sur Athris et de demander la radiation de la cotation des actions de la SIX Swiss Exchange. Une décotation rendrait le transfert d'actions plus difficile et pourrait influencer négativement la valeur des actions encore détenues après l'offre par les actionnaires d'Athris. Les actionnaires qui décident de ne pas offrir leurs actions, jusqu'à l'exécution de l'offre, prennent le risque de ne plus être en mesure de vendre leurs actions à un prix correspondant au prix de l'offre.

3.4 Alternative possible de la liquidation

Une alternative à l'offre serait la liquidation de la Société. Le résultat de la liquidation serait cependant incertain et pourrait être financièrement moins favorable que l'offre pour les actionnaires d'Athris. Même si les conséquences fiscales d'une liquidation ne sont pas identiques pour tous les actionnaires, elles seraient en tout cas moins favorables qu'une vente dans le cadre de l'offre pour les personnes physiques domiciliées en Suisse qui détiennent leurs actions dans leur patrimoine privé. Outre les conséquences fiscales (impôt anticipé et impôt sur le revenu), une liquidation engendrerait des coûts (frais de notaire, d'avocats et de révision ainsi que des frais pouvant résulter de la résiliation anticipée ou de la modification des contrats avec le Investment Manager et Advisor) qui affecteraient négativement la Net Asset Value resp. ANAV. En cas de liquidation, il n'est pas certain que les placements de la société pourraient même être réalisés à la Net Asset Value, resp. ANAV. Le calendrier d'une liquidation serait enfin désavantageux, puisqu'il faudrait attendre la liquidation avant de pouvoir distribuer les dividendes aux actionnaires. En raison de la quote élevée des droits de vote de Pelham, une telle solution ne serait envisageable qu'avec le consentement de cette dernière. Lequel, compte tenu des déclarations antérieures de l'actionnaire principal, paraît très improbable. En outre, le ruling fiscal en relation avec la séparation de Jelmoli Holding AG rend une liquidation d'Athris avant mars 2011 fiscalement inattrayante.

3.5 Possible fusion par absorption d'Athris par Pelham

Dans le prospectus de l'offre (voir section E.3), Pelham a mentionné à son intention d'intégrer Athris par fusion, au moment opportun, si Pelham détient, avec les personnes agissant de concert avec elle, plus de 90% mais moins de 98% des droits de vote d'Athris à l'issue de l'offre d'acquisition. En cas de fusion, les anciens actionnaires d'Athris obtiendraient probablement un dédommagement conformément à l'art. 8 al. 2 LFus. Les conséquences fiscales d'une telle exclusion lors d'une fusion avec dédommagement peuvent, en particulier pour les personnes physiques domiciliées en Suisse, qui détiennent leurs actions dans leur patrimoine privé, ainsi que pour les actionnaires étrangers, se révéler nettement plus négatives que l'acceptation de l'offre qui est, dans une large mesure, exonérée d'impôt.

Si Pelham, avec les personnes agissant de concert avec elle, détient plus de 98% des droits de vote d'Athris à l'issue de l'offre d'acquisition, elle a l'intention de demander l'annulation des titres restants conformément à l'art. 33 LBVM. Dans le cadre de cette procédure, les actionnaires d'Athris obtiendraient un dédommagement au comptant égal au prix de l'offre.

3.6 Possible continuation en tant que filiale

Si Athris continue à exister comme filiale de Pelham, les actionnaires restants d'Athris investiraient dans une société non cotée et ne bénéficieraient pas des règles garantissant la transparence et le bon fonctionnement du marché boursier. L'actionnaire majoritaire déciderait si et quand des distributions seraient effectuées.

4. Conflits d'Intérêts des membres du Conseil d'Administration et de la direction d'Athris

4.1 Situation du Conseil d'Administration

Le Conseil d'Administration est composé de Georg von Opel (président), Dr. Markus Dennler (membre) et Dr. Gregor Joos (membre). Des informations plus détaillées relatives au Curriculum Vitae ainsi qu'aux activités exercées par ces personnes se trouvent sur le site internet de la société (<http://www.athris.ch>).

Georg von Opel et Dr. Gregor Joos sont membres du conseil d'administration de Hansa Aktiengesellschaft ("**Hansa**"), qui contrôle à 100% Pelham, ainsi que de Pelham. Pour cette raison, Georg von Opel ainsi que Dr. Gregor Joos se trouvent en situation de conflit d'intérêts. Georg von Opel détient 275 options d'achat, qu'il a obtenues dans le cadre d'un plan d'intéressement des cadres de Jelmoli Holding AG et dont le sous-jacent a été augmenté d'une action au porteur Athris en raison de la séparation d'Athris du Groupe Jelmoli.

Emetteur	Nom de l'option	Nombre	Bloquée jusqu'au	Echéance	Sous-jacent	Rapport de souscription	Prix d'exercice	Mode d'exercice
Jelmoli Holding AG	JELG08 N	200	15.01.2011	20.12.2013	5 action nominatives Jelmoli 1 action au porteur Athris	1:0.945005	CHF 1795.51	Américain
Jelmoli Holding AG	JELG09 N	75	16.01.2012	19.12.2014	5 action nominatives Jelmoli 1 action au porteur Athris	1:0.945005	CHF 2740.51	Américain

Dr. Gregor Joos détient, en plus de contrôler 100% de Mayfour Holding AG, Freier Platz 10, 8200 Schaffhausen, 115 actions au porteur. Dr. Gregor Joos a l'intention d'offrir ces actions.

Dr. Markus Dennler a été élu membre du conseil d'administration d'Athris le 3 octobre 2008. A cette date, Athris était une filiale détenue à 100% par Jelmoli Holding AG. Le 23 février 2009, Dr. Markus Dennler a été réélu pour une durée de 2 ans en tant que membre du conseil d'administration d'Athris. Dans la mesure où cette élection a été dominée par Georg von Opel au niveau des votes, il y a lieu de présumer un conflit d'intérêts potentiel. Cette présomption est toutefois réfutée par le Dr Markus Dennler, qui démontre son indépendance effective ci-après.

Dr. Markus Dennler confirme par la présente que:

- i. il n'est ni organe, ni employé de Pelham (ni des personnes agissant de concert avec Pelham dans le cadre de cette offre [sauf Arthis]).
- ii. il ne dispose d'aucun contrat de mandat avec Pelham;
- iii. il n'exerce pas son mandat conformément aux instructions de Pelham (ni en général, ni en rapport avec l'établissement du présent rapport);

- iv. il n'est ni organe, ni employé de sociétés qui entretiennent des relations d'affaire significatives avec Pelham (ni avec des personnes agissant de concert avec Pelham dans le cadre de cette offre [sauf Arthis]);
- v. il n'entretient pas de relation d'affaire significatives avec Pelham (ni avec des personnes agissant de concert avec Pelham dans le cadre de cette offre [sauf Arthis]);
- vi. il n'a, par ailleurs, pas d'autres accords contractuels ou d'autres relations avec Pelham (ni avec des personnes agissant de concert avec Pelham dans le cadre de cette offre [sauf Arthis]) susceptibles de donner lieu à une situation de conflit d'intérêts dans le cadre de l'offre.

D'autre part, Dr Markus Dennler est vice-président du conseil d'administration d'Implenia AG ainsi que d'Allianz Suisse Versicherungs-Gesellschaft AG. En outre, il est membre des conseils d'administration de Swissquote Group Holding AG, Petroplus Holdings AG et Jelmoli Holding AG, ainsi que conseiller de la British-Swiss Chamber of Commerce.

L'offre n'a pas d'influence sur les honoraires d'administrateur du Dr. Markus Dennler; il n'existe pas d'accord relatif à une indemnité de départ entre Athris et Dr. Dennler. Il conserve son mandat d'administrateur aux mêmes conditions jusqu'à la prochaine assemblée générale d'Athris.

A la date d'établissement du présent rapport, Dr. Markus Dennler détient 132 actions au porteur ainsi que 100 options d'achat, qu'il a obtenues dans le cadre d'un plan d'intéressement des cadres de Jelmoli Holding AG et dont le sous-jacent a été augmenté d'une action au porteur Athris en raison de la séparation d'Athris du Groupe Jelmoli.

Emetteur	Nom de l'option	Nombre	Bloquée jusqu'au:	Echéance	Sous-jacent	Rapport de souscription	Prix d'exercice	Mode d'exercice
Jelmoli Holding AG	JEL-GO10N	100	16.01.2013	18.12.2015	5 actions nominatives Jelmoli 1 action au porteur Athris	1:0.945005	CHF 2693.26	Américain

Dr Markus Dennler à l'intention d'offrir ses actions.

4.2 Situation de la direction, de l'Investment Manager et Advisor

Dr. Raymund Scheffrahn est Managing Director d'Athris et a la signature collective pour GVO Asset Management AG, qui est contrôlée à 100% par Georg von Opel. Il n'a pas de relation juridique avec Pelham (ni avec des personnes agissant de concert avec Pelham dans le cadre de cette offre [sauf Arthis]), à savoir ni de contrat de travail, ni de fonctions exécutives, etc. Dr. Scheffrahn détient 14 actions au porteur et pas d'option. Son contrat de travail avec Athris ne prévoit pas d'indemnité de départ. Le contrat de travail se poursuit sans modification des conditions.

Depuis le 1 octobre 2009, GVO Asset Management AG exerce la fonction d'Investment Manager et Advisor d'Athris. GVO Asset Management AG est contrôlée par Georg von Opel. Jusqu'au

30 septembre 2009, Rubus Asset Management AG était mandaté en tant qu'Investment Manager et Advisor d'Athris.

5. Rapport financier

Le 14 septembre 2009, Athris a publié pour la première fois ses résultats financiers en tant que société indépendante. Le rapport semestriel d'Athris au 30 juin 2009 peut être consulté sur la page web d'Athris (<http://www.athris.ch>) et être obtenu gratuitement auprès de la société, Poststrasse 12, 6301 Zug, Telefon +41 41 560 11 00, Fax +41 41 560 11 19, Email: info@athris.ch. Le conseil d'administration d'Athris n'a connaissance d'aucun changement significatif dans le patrimoine, la situation financière et les recettes ainsi que les perspectives commerciales d'Athris depuis le 1 juillet 2009.

6. Autres informations

6.1 Mesures de défense

Le conseil d'administration d'Athris n'a pas pris et n'a pas l'intention de prendre des mesures de défense à l'encontre de l'offre de Pelham.

6.2 Intentions des actionnaires importants d'Athris

Lors de la publication de l'annonce préalable le 18 septembre 2009, outre le Groupe, composé de Georg von Opel, Hansa, Pelham et Athris, aucun actionnaire ne détenait plus de 3% des droits de vote d'Athris.

7. Obtention de l'attestation d'équité

L'attestation d'équité de Sarasin relative à l'appréciation de l'adéquation financière de l'offre d'acquisition de Pelham peut être obtenue gratuitement auprès de la société, Poststrasse 12, 6301 Zug, téléphone +41 41 560 11 00, Fax +41 41 560 11 19, Email: info@athris.ch, ou téléchargée depuis le site internet de la société (<http://www.athris.ch>, sous "Publications").

Zoug, le 2 octobre 2009

Au nom du conseil d'administration d'Athris Holding AG

Dr. Markus Dennler