

B**ÜBERNAHMEKOMMISSION
COMMISSIONE DELLE OPA****COMMISSION DES OPA
SWISS TAKEOVER BOARD**Selnastrasse 30
Postfach
CH - 8021 ZürichTel. 41 (0) 58 854 22 90
Fax 41 (0) 58 854 22 91
www.takeover.ch**EMPFEHLUNG****vom 4. Juni 2004**

Gesuch von Vontobel Holding AG, Zürich, Frau Ruth de la Cour, Zürich, Herrn Dr. Hans Vontobel, Zürich, Frau Carin Häsler-de la Cour, Herrliberg, Frau Christina Wettergren de la Cour, Herrliberg, Frau Monique de la Cour, Feldmeilen, Frau Regula Brunner-Vontobel, Zumikon, Vontobel-Stiftung, Zürich, Frau Ines Brunner, Dübendorf, Frau Maja Baumann-Brunner, Zürich, Frau Kathrin Kobel-Vontobel, Zürich, Vontrust AG, Zürich, Pellegrinus Holding AG, Zürich, Herrn Edwin Schildknecht, Rüslikon, Herrn Dr. Peter Christen, Féchy, Herrn Christoph Ledergerber, Züberwangen und Herrn Walter Temperli, Oberwenigen, einerseits und dem Schweizer Verband der Raiffeisenbanken, St. Gallen, andererseits um Stellungnahme zum Bestehen einer Angebotspflicht

A. Die Vontobel Holding AG („Vontobel“ bzw. „Zielgesellschaft“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich. Die Gesellschaft fungiert als Holdinggesellschaft der Vontobel-Gruppe, einer weltweit orientierten Schweizer Bankengruppe. Das Aktienkapital von Vontobel beträgt CHF 65'000'000 und ist eingeteilt in 65'000'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 1. Die Aktien sind an der SWX Swiss Exchange („SWX“) kotiert. Die Vontobel-Gruppe ist schwergewichtig im Vermögensverwaltungsgeschäft und in der Entwicklung von Anlageprodukten tätig.

B. Hauptaktionäre von Vontobel sind zur Zeit die Gesuchsteller (ausgenommen der Schweizer Verband der Raiffeisenbanken), welche ihre Vontobel Aktien (teilweise) im Rahmen eines Aktionärsbindungsvertrags („Poolvertrag“) halten. Das Aktionariat der Gesellschaft setzt sich zur Zeit vereinfacht dargestellt wie folgt zusammen (Beteiligungen gerundet; zu den „Freien Aktien“ siehe die Erw. 2.1 dieser Empfehlung):

Aktionäre	Pool-Aktien	Freie Aktien	Total
Familien-Aktionäre (einschl. Vontrust AG und Vontobel-Stiftung)	39.0%	16.2%	55.2%
Führungskräfte von Vontobel (Management)	1.0%	0.1%	1.1%
Vontobel (eigene Aktien, vom Stimmrecht ausgeschlossen)	7%	1.4%	8.4%
Personalfürsorgestiftung		0.5%	0.5%
Pool insgesamt	47%	18.2%	65.2%
Publikumsaktionäre			34.8%
Total			100%

C. Vontrust AG („Vontrust“) ist die Holding der Vontobel Familienaktionäre. Die Gesellschaft wird durch Hans Vontobel und Ruth de la Cour beherrscht, welche einen Teil ihrer Vontobel Aktien direkt und einen Teil indirekt über die Vontrust in den Poolvertrag eingebunden haben. Vontrust dient namentlich dazu, Aktionäre mit einem kleinen Aktienanteil zusammenzufassen und eine Zersplitterung zu vermeiden. Die grössten Poolaktionäre sind Herr Hans Vontobel mit insgesamt 22.9% der Stimmrechte (14.5% poolgebundene Aktien, 8.4% freie Aktien; die poolgebundenen Aktien teils direkt, teils indirekt über Vontrust gehalten), Frau Ruth de la Cour mit insgesamt 10.9% der Stimmrechte (4.7% Pool Aktien, 6.2% freie Aktien; die poolgebundenen Aktien teils direkt, teils indirekt über Vontrust gehalten) sowie die Vontobel Stiftung, welche insgesamt 16.8% der Stimmrechte an Vontobel hält (16% im Pool, 0.8% freie Aktien).

D. Der Poolvertrag, der bis Ende 2012 gilt und sich ohne Kündigung eines Poolmitglieds auf diesen Zeitpunkt jeweils um weitere drei Jahre verlängert, sieht bezüglich den spezifisch umfassten Pool Aktien im Wesentlichen folgende Regelungen vor:

- Veräusserungen von poolverbundenen Vontobel Aktien erfordern die vorgängige Zustimmung der Poolsitzung. Bei Zustimmung der Poolsitzung hat das veräusserungswillige Poolmitglied seine Aktien den übrigen Poolmitgliedern zum Kauf anzubieten, wobei die Poolmitglieder im Verhältnis ihrer Beteiligung am Pool ein auf andere Poolmitglieder (mit Ausnahme der Führungskräfte) übertragbares Kaufsrecht auf diese Aktien haben.
- Zur freien Veräusserung gelangen damit nur Aktien, deren Veräusserung die Poolsitzung genehmigt und für welche die übrigen Poolmitglieder ihr Kaufsrecht nicht ausüben. Stimmt die Poolsitzung einer Veräusserung von Titeln nicht zu, kann das betreffende Poolmitglied seine Aktien nicht verkaufen, weder an andere Poolmitglieder noch an Dritte.
- Soweit eine Führungskraft ihre poolgebundenen Vontobel Aktien veräussern will, kann sie die betreffenden Aktien grundsätzlich nur an Vontobel verkaufen, wobei der Preis für die Aktien sich anhand des 90-tägigen Durchschnittskurses vor dem Verkauf berechnet. Beim Ausscheiden einer Führungskraft aus Vontobel (insbesondere infolge Pensionierung, Auflösen des Arbeitsverhältnisses oder Ableben) hat Vontobel ein Kaufsrecht auf alle poolgebundenen Aktien der betreffenden Führungskraft.
- Die Poolsitzung fasst ihre Beschlüsse mit absolutem Mehr sämtlicher in den Poolsitzungen stimmberechtigten, d.h. anwesenden und vertretenen Stimmen.
- Alle Poolmitglieder haben an der Generalversammlung von Vontobel ihre Stimmen entsprechend den Beschlüssen der Poolsitzung abzugeben.
- Im Falle des Ablebens einer Vertragspartei des Pools gehen deren Rechte und Pflichten auf ihre Erben über und der Poolvertrag soll im Prinzip mit den Erben weitergeführt werden. Gehen Poolgebundene Aktien durch Erbgang auf Personen über, die zuvor nicht Mitglieder des Pools gewesen sind, haben die übrigen Poolvertragsparteien (ausgenommen die Führungskräfte) für die betreffenden Aktien ein Kaufsrecht.

E. Der Schweizer Verband der Raiffeisenbanken („Raiffeisen“) ist der Dachverband der Schweizer Raiffeisen-Banken. Diesem Verband, welcher als Genossenschaft in Sinne von Art. 828 ff. OR ausgestaltet ist, sind rund 470 Banken angeschlossen, welche gesamthaft über rund 2.2 Mio. Kundenbeziehungen verfügen. Jede der Banken ist ihrerseits eine Genossenschaft. Kredite werden überwiegend an Genossenschafter gegen Sicherheit gewährt. Von der

Eidgenössischen Bankenkommission wird Raiffeisen konsolidiert als eine Bank betrachtet. Das hauptsächliche Geschäft von Raiffeisen ist das Zinsgeschäft, welches ca. 80% des Ertrags ausmacht. Im Unterschied dazu ist das Anlagegeschäft (inkl. Vermögensverwaltung) unterdurchschnittlich ausgeprägt.

F. Zwischen Vontobel und Raiffeisen besteht seit 1994 eine Kooperation im Bereich Anlagefonds. Raiffeisen vertreibt durch Vontobel verwaltete Fonds im Umfang von rund CHF 7 Mia.

G. Vontobel und Raiffeisen wollen ihre im Fondsgeschäft bestehende Zusammenarbeit weiter ausbauen und vertiefen. Im Wesentlichen umfasst das Vorhaben die folgenden Punkte, welche in nachfolgend als „Kooperationsverträge“ bezeichneten Vereinbarungen geregelt werden sollen:

- Das Produkt- und Dienstleistungsangebot der Raiffeisen im Anlagebereich wird um zahlreiche Produkte von Vontobel erweitert.
- Vontobel unterstützt Raiffeisen in der Beratung und im Verkauf von Anlageprodukten, wobei Vontobel Raiffeisen ihren Research und massgeschneiderte Empfehlungslisten zur Verfügung stellt.
- Vontobel soll Hypothekarprodukte von Raiffeisen vertreiben.
- Sodann erbringt Vontobel Raiffeisen Dienstleistungen mit dem Ziel, dass Raiffeisen sog. High-Networth-Individuals und Institutionelle Asset-Management-Kunden an Vontobel vermittelt.
- Die Wertschriftenverwahrung, Depotführung und Handelsausführung von Raiffeisen sollen künftig von Vontobel wahrgenommen werden (Outsourcing/Insourcing).

H. Die Zusammenarbeit der beiden Banken soll zusätzlich vertieft werden, indem sich Raiffeisen im Umfang von 12.5% der Stimmrechte an Vontobel beteiligt. Dazu soll Vontobel mit Ausnahme eines einzigen Titels alle ihre Pool Aktien (d.h. 4'519'999 Stück, entsprechend rund 6.95% der Stimmrechte von Vontobel) sowie zusätzlich 355'001 (ca. 0.55% der Stimmrechte) freie Aktien an Raiffeisen verkaufen, wovon 308'750 Aktien aus dem Bestand der Personalfürsorgestiftung von Vontobel stammen. Weiter wird die Vontobel-Stiftung 500'000 Aktien (0.77% der Stimmrechte) an Raiffeisen verkaufen. Die restlichen 2'750'000 Aktien (4.23%) wird Hr. Hans Vontobel liefern, wobei er rund 1,73 Mio. Titel für sich selbst und rund 1.02 Mio. Titel für Frau Ruth de la Cour an Raiffeisen verkaufen wird. Bei den von Hr. Vontobel zu verkaufenden Aktien handelt es sich um freie Aktien. Die Anzahl der in den Pool eingebundenen Aktien wird somit – abgesehen von den durch Vontobel veräusserten eigenen Pool Aktien – keine Änderung erfahren. Der von Raiffeisen zu bezahlende Kaufpreis für die Aktien wurde in Anlehnung an den volumengewichteten Aktienkurs der Titel während den letzten 60 Börsentage vor dem 17. Mai 2004 auf CHF 27.70 je Titel festgelegt.

Die soeben genannten Vereinbarungen über den Kauf von insgesamt 12.5% der Stimmrechte durch Raiffeisen von Vontobel sind in einem nachfolgend als „Kaufvertrag“ bezeichneten Vertrag geregelt. In diesem Vertrag haben die Gesuchsteller weitere Vereinbarungen geschlossen, wobei die für die Beurteilung des vorliegenden Falls Wesentlichen nachfolgend aufgeführt sind:

- Raiffeisen, nicht aber Vontobel, kann die Zusammenarbeit frühestens nach fünf Jahren beenden. Nach fünf Jahren kann Raiffeisen die Zusammenarbeit um weitere fünf Jahre verlängern, selbst gegen den Willen von Vontobel. Nach zehn Jahren können

beide Parteien die Kooperation beenden, wobei im Anschluss an eine Beendigung eine zweijährige Auslaufphase laufen würde, während der die Parteien ihre Aktivitäten entflechten. Der Grund für die teils unterschiedlichen Kündigungsfristen besteht darin, dass Raiffeisen im Falle einer Beendigung der Zusammenarbeit einen im Vergleich zu Vontobel höheren Ausstiagsaufwand zu gewärtigen hätte.

- Für den Fall, dass Vontobel die Kooperationsverträge kündigt, räumt Vontobel Raiffeisen das Recht ein, Vontobel (i) im ersten Jahr nach der Kündigung einen Fünftel der durch Raiffeisen dannzumal gehaltenen Vontobel Aktien und (ii) im vierten Jahr nach der Kündigung der Kooperation eine Tranche von vier Fünfteln der durch Raiffeisen dannzumal gehaltenen Titel zu verkaufen. Der Preis für die Aktien wird sich den entsprechenden jeweilig massgebenden sechzigjährigen volumengewichteten Durchschnittskursen entsprechen.
- Für den Fall, dass Vontobel die Kooperationsverträge kündigt und soweit Raiffeisen sein soeben erwähntes Verkaufsrecht gegenüber Vontobel nicht geltend macht, haben die verkaufenden Poolaktionäre das Recht, von Raiffeisen (i) im zweiten Jahr nach der Kündigung der Kooperationsverträge einen Fünftel der dannzumal durch Raiffeisen gehaltenen Vontobel Aktien zurückzukaufen und (ii) von Raiffeisen im fünften Jahr nach der Kündigung der Kooperationsverträge alle dann noch durch Raiffeisen gehaltenen Aktien zurückzukaufen. Das Rückkaufsrecht besteht im gleichen Verhältnis, in welchem der Verkauf der Aktien an Raiffeisen erfolgt ist. Soweit ein Verkäufer sein Rückkaufsrecht nicht ausübt, fällt es anteilmässig den andern Verkäufern zu. Der Preis für die Aktien wird sich wiederum an den entsprechenden dannzumaligen sechzigjährigen volumengewichteten Durchschnittskursen orientieren.
- Bei Kündigung der Kooperationsverträge durch Raiffeisen, bei Beendigung der Kooperation der beiden Banken durch Übereinkunft oder im Fall einer Änderung der tatsächlichen Kontrollverhältnisse bei Raiffeisen haben die Verkäufer ein Rückkaufsrecht in Bezug auf alle oder einen Teil der Vontobel Aktien. Soweit ein Verkäufer sein Rückkaufsrecht nicht ausübt, fällt es anteilmässig den andern Verkäufern zu. Der Preis für die Aktien wird sich im Prinzip wiederum am sechzigjährigem volumengewichteten Durchschnittskurs orientieren.
- Will Raiffeisen Vontobel Aktien an einen Dritten verkaufen, haben die Verkäufer ein Vorkaufsrecht auf die zu veräussernden Aktien. Der Preis dafür entspricht dem vom Dritten offerierten Preis für die Aktien oder dem durchschnittlichen volumengewichteten Aktienkurs während den letzten 60 Börsentagen vor dem Verkauf, falls der derart bestimmte Preis höher ist als der vom Dritten gebotene. Soweit ein Verkäufer auf sein Vorkaufsrecht verzichtet, fällt es anteilmässig den andern Verkäufern zu. Das Vorkaufsrecht der Poolaktionäre gilt nicht für den Fall, in dem ein Dritter den Vontobel Aktionären ein öffentliches Übernahmeangebot unterbreitet.
- Bei einem Verkauf von dem Poolvertrag unterworfenen Vontobel Aktien durch Poolmitglieder, die im Hinblick auf die Zusammenarbeit der Banken Aktien an Raiffeisen verkaufen, an einen nicht in den Pool eingebundenen Dritten hat Raiffeisen ein Vorkaufsrecht. In Bezug auf den Preis für solche Aktien gilt dieselbe Regel wie für das soeben beschriebene Vorkaufsrecht. Ausgenommen von diesem Vorkaufsrecht sind Aktienzuteilungen an Mitarbeiter von Vontobel sowie Übertragungen von Aktien durch Erbgang und Schenkung an Nachkommen und nahestehende Personen.
- Beabsichtigen die Pool Aktionäre während der Dauer der Kooperation, Vontobel Aktien (gleich ob freie Aktien oder poolgebundene) an einen Dritten zu verkaufen, wodurch dieser Dritte (allenfalls zusammen mit Vontobel Aktien, die er bereits besitzt) die Schwelle von 33 1/3% der Stimmrechte an Vontobel überschreiten würde, sind die Pool Aktionäre verpflichtet, diese Aktien vor der Unterzeichnung eines ent-

sprechenden Kaufvertrags mit der Drittpartei Raiffeisen zum Kauf anzubieten. In diesem Fall müsste Raiffeisen den Poolaktionären eine „angemessene Kontrollprämie in der Grössenordnung von 25%“ bezahlen. Sollten sich die Vertragsparteien dannzumal nicht auf die Festsetzung einer solchen Kontrollprämie einigen können, soll diese von einem unabhängigen Experten gestützt auf eine Unternehmensbewertung nach anerkannten Bewertungsgrundsätzen und –Methoden festgelegt werden, unter angemessener Berücksichtigung des spezifischen Mehrwerts, den die Sicherstellung der fortgesetzten Kooperation mit Vontobel für Raiffeisen hat.

- Unterbreitet eine Drittpartei den Aktionären von Vontobel ein öffentliches Übernahmeangebot, steht es Raiffeisen frei, eine Konkurrenzofferte zu unterbreiten. Die Poolaktionäre verpflichten sich, ein allfälliges Konkurrenzangebot von Raiffeisen anzunehmen, sofern es den gleichen oder einen höheren Wert hat als die Erstofferte der Drittpartei. Unterbreitet Raiffeisen keine Konkurrenzofferte, können die Poolaktionäre das öffentliche Kaufangebot der Drittpartei annehmen.
- Während der Kooperation werden die Poolaktionäre einen Vertreter von Raiffeisen in den Verwaltungsrat von Vontobel wählen. Unmittelbar mit einer allfälligen effektiven Beendigung der Kooperation tritt der Vertreter von Raiffeisen aus dem Verwaltungsrat von Vontobel zurück.
- Solange kein Vertreter von Vontobel im Verwaltungsrat von Raiffeisen Einsitz genommen hat (dies ist zwar beabsichtigt, aufgrund der genossenschaftlichen Struktur kann sich Raiffeisen dazu aber nicht in spiegelbildlicher Weise wie Vontobel bzw. deren Aktionäre verpflichten), wird Raiffeisen einen Vertreter von Vontobel zu den Verwaltungsratssitzungen eingeladen. An diesen Sitzungen wird der Vertreter von Vontobel mit beratender Stimme insoweit teilnehmen können, als im Verwaltungsrat von Raiffeisen die Zusammenarbeit der beiden Banken behandelt wird. Hat ein Vertreter von Vontobel Einsitz im Verwaltungsrat von Raiffeisen genommen, tritt er umgehend nach einer allfälligen Beendigung der Kooperation (bzw. nach dem Abschluss der Auslaufperiode) aus dem Verwaltungsrat zurück.
- Abgesehen von den gegenseitigen Einsitznahmen je eines Vertreters im Verwaltungsrat der Banken ist im Kaufvertrag ausdrücklich festgehalten, dass Raiffeisen und Vontobel keinerlei weiteren Rechte in Bezug Zusammensetzung, Information und Beschlussfassung der entsprechenden Verwaltungsorgane der Gesellschaften haben.
- Raiffeisen verpflichtet sich, abgesehen von Handelsgeschäften im Umfang von max. 0.5% der Stimmrechte keine weiteren Vontobel Aktien zu erwerben.

Das Inkrafttreten des Kaufvertrags (und damit auch der Vollzug des Erwerbs von 12.5% durch Raiffeisen an Vontobel) ist u.a. an die aufschiebende Bedingung geknüpft, dass die Übernahmekommission feststellt, dass die hier zur Diskussion stehenden Vereinbarungen/Transaktionen keine Angebotspflicht auslösen und zudem Raiffeisen und Vontobel bis zum 31. Dezember 2004 die für die Umsetzung der Kooperation notwendigen Verträge unterzeichnet werden.

I. Mit Eingabe vom 19. und 26. Mai bzw. 2. Juni 2004 gelangten die Gesuchsteller an die Übernahmekommission und beantragten sinngemäss, es sei festzustellen, dass die oben beschriebene Zusammenarbeit zwischen Vontobel und Raiffeisen sowie die Beteiligungnahme von Raiffeisen an Vontobel und die in diesem Zusammenhang zwischen den Vontobel Pool Aktionären und Raiffeisen getroffenen Vereinbarungen keine Angebotspflicht entstehen lassen, für alle kotierten Namenaktien von Vontobel ein öffentliches Kaufangebot zu unterbreiten.

J. Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus Frau Anne Héritier Lachat sowie den Herren Raymund Breu und Hans Rudolf Widmer gebildet.

Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:

1. Stellungnahme des Verwaltungsrats der (potentiellen) Zielgesellschaft

1.1 Der Verwaltungsrat einer Zielgesellschaft hat nicht nur im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots eine Stellungnahme zu veröffentlichen (Art. 29 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 31 ff. UEV-UEK), sondern gemäss Praxis der Übernahmekommission auch zu Gesuchen von Aktionären um Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht nach Art. 32 Abs. 2 BEHG und 34 BEHV-EBK (vgl. Empfehlung vom 29. Mai 2000 in Sachen *Banque Cantonale de Genève*, Erw. 1.2). Diese Praxis findet grundsätzlich auch Anwendung auf Gesuche nach Art. 35 Abs. 1 BEHV-EBK, in denen ein Aktionär (oder eine Aktionärsgruppe) eine Stellungnahme von der Übernahmekommission zum Bestehen oder Nichtbestehen einer Angebotspflicht verlangt (vgl. Empfehlung vom 3. März 2004 in Sachen *Adval Tech Holding AG*, Erw. 1.1 ff.), befindet sich doch die Zielgesellschaft im einen wie im andern Fall in einer potentiellen Übernahmesituation.

1.2 Der vorliegende Fall ist insofern speziell, als Vontobel nicht nur potentielle Zielgesellschaft ist, sondern zugleich auch eine der Gesuchstellerinnen, die beantragt, dass die hier zur Diskussion stehenden Vereinbarungen/Transaktionen keine Angebotspflicht auszulösen vermögen. Der daraus resultierende Interessenkonflikt ergibt sich aus der Tatsache, dass der Verwaltungsrat einen in seinen Verantwortungsbereich fallenden strategischen Entscheid gefällt hat. Diesem Interessenkonflikt lässt sich hier nicht sinnvoll mittels Massnahmen im Sinne von Art. 31 Abs. 1 UEV-UEK begegnen, welche im Hinblick auf eine „klassische“ Übernahmesituation erlassen worden sind.

1.3 Der Verwaltungsrat der Vontobel hat sich mit Stellungnahme vom 27. Mai 2004 zum Gesuch der Gesuchsteller vernehmen lassen. In seiner Stellungnahme hält er fest, dass er das Gesuch eingehend geprüft habe und es unterstütze. Bei der geplanten Kooperation mit Raiffeisen handle es sich um eine tiefgehende und auf einen langen Zeitraum angelegte Zusammenarbeit mit vergleichsweise hohem Investitionsbedarf auf Seiten der Vontobel wie auch von Raiffeisen. Zwecks Untermauerung der Zusammenarbeit erachte er, der Verwaltungsrat, eine Beteiligungsnahme von Raiffeisen an Vontobel als sinnvoll. Diese Beteiligungsnahme solle die Langfristigkeit der Zusammenarbeit unterstreichen und Raiffeisen die Möglichkeit geben, am durch die Kooperation geschaffenen Mehrwert von Vontobel zu partizipieren.

1.4 Weiter führt der Verwaltungsrat von Vontobel aus, dass sich seiner Ansicht nach durch die Beteiligungsnahme und die im Beteiligungsvertrag vorgesehenen Rechte und Pflichten der Parteien die Kontrollverhältnisse auf Stufe Generalversammlung, Verwaltungsrat und Geschäftsleitung von Vontobel und damit die Lage der Publikumsaktionäre in keiner Weise verändern würden. Namentlich weist der Verwaltungsrat darauf hin, dass – abgesehen von der Wahl eines Vertreters von Raiffeisen in den Verwaltungsrat von Vontobel – der Beteiligungsvertrag keine Stimmbindungen oder Vetorechte zugunsten der Raiffeisen vorsehe. Durch die vorgesehene gegenseitige Repräsentanz in den Verwaltungsräten werde ein angemessener Informationsfluss und Meinungs austausch in Bezug auf die Kooperation auf strategischer Ebene ermöglicht. Alles in allem seien die Beteiligungsnahme seitens Raiffeisen im vorgesehenen Umfang sowie die im Beteiligungsvertrag vorgesehenen Rechte und Pflichten sinnvoll und notwendig, um die langfristige Kooperation zu untermauern und abzustützen,

ohne dass sich die Situation für die Publikumsaktionäre in irgendeiner Weise verändern würde.

2. Prüfung einer Angebotspflicht

Gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG muss diejenige Person, welche direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die sie bereits besitzt, den Grenzwert von $33\frac{1}{3}$ Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, überschreitet, ein Angebot unterbreiten für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft.

2.1 Beteiligung der Poolaktionäre an Vontobel (Poolaktien und „freie Aktien“)

2.1.1 Bevor auf die Frage einzugehen ist, ob die Zusammenarbeit zwischen Vontobel und Raiffeisen sowie die Vereinbarungen zwischen den Poolaktionären und Raiffeisen zu einer Angebotspflicht führen, ist zu prüfen, von welcher Beteiligung der Poolaktionäre an Vontobel ausgegangen werden muss.

2.1.2 Wie im Sachverhalt erwähnt, besteht nicht bezüglich allen von den Poolaktionären gehaltenen Vontobel Titeln eine vertragliche Vereinbarung. Vielmehr besitzen die Poolaktionäre neben denjenigen Aktien, die dem Poolvertrag unterworfen sind, noch sog. „freie Aktien“, über deren Schicksal sie in jeder Hinsicht frei entscheiden können. Die freien Aktien können jederzeit an Dritte, nicht in den Poolvertrag eingebundene Personen, verkauft werden. Überdies sind die Aktionäre in Bezug auf die Stimmrechtsausübung hinsichtlich solcher Aktien nicht an Entscheide des Pools gebunden. Es ist allerdings wenig wahrscheinlich, dass sich das Stimmrechtsverhalten der Aktionäre des Vontobel Pools in Bezug auf freie Aktien im Vergleich zu einem Poolbeschluss unterscheidet. Der Pool bezweckt u.a. explizit, den Familien Vontobel und de la Cour, der Vontobel-Stiftung und den beteiligten Führungskräften solange wie möglich und sinnvoll massgeblich Einfluss zu sichern und deren Identifikation mit der Vontobel zum Wohle der Vontobel Gruppe zukunftsgerichtet zu erhalten. Alle Pool Aktionäre haben denn auch in der Vergangenheit gemäss den Angaben der Gesuchsteller die Stimmrechte an sämtlichen gehaltenen Aktien einheitlich ausgeübt, obwohl theoretisch eine divergierende Stimmrechtsausübung möglich (gewesen) wäre. Auch die in der Vergangenheit gestützt auf Art. 20 BEHG erstatteten Offenlegungsmeldungen erfolgten stets in Bezug auf sämtliche (d.h. den dem Pool unterliegende Aktien wie auch bezüglich der freien Aktien) von den Poolmitgliedern gehaltenen Aktien.

2.1.3 Die Übernahmekommission hat keinen Anlass daran zu zweifeln, dass für die Beurteilung des vorliegenden Falls von einer Gesamtbeteiligung der Poolaktionäre in der Höhe von 65.1% (bei Berücksichtigung der eigenen Aktien von Vontobel in der Höhe von total 8.4%, wovon wie gesehen rund 7% an Raiffeisen veräussert werden sollen) auszugehen ist, womit die Poolaktionäre nach dem Erwerb von 12.5% der Vontobel Aktien durch Raiffeisen weiterhin über 50% der Stimmrechte (40% im Pool sowie 12.5% freie Aktien) an Vontobel halten werden.

2.2 Keine Gruppe der Poolaktionäre und Raiffeisen im Sinne von Art. 27 BEHV-EBK i.V.m. Art. 15 BEHV-EBK

2.2.1 Im vorliegenden Fall stellt sich die Frage, ob die Beteiligungsnahme von Raiffeisen an Vontobel im Umfang von 12.5% der Stimmrechte (respektive maximal 13% bei Berücksichtigung des maximal erlaubten Handelsbestandes) in Verbindung mit den zwischen Vontobel und Raiffeisen bzw. den Poolaktionären und Raiffeisen getroffenen Vereinbarungen dazu führt, dass die Poolaktionäre und Raiffeisen als Gruppe im Sinne von Art. 27 BEHV-EBK zu betrachten sind, welche den Grenzwert von 33 1/3% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft neu überschreiten und folglich grundsätzlich verpflichtet sein wird, den Vontobel Aktionären ein öffentliches Kaufangebot zu unterbreiten.

2.2.2 Vontobel und Raiffeisen beabsichtigen, ihre seit dem Jahre 1994 im Fondsbereich bestehende Zusammenarbeit auf andere Geschäftsbereiche auszuweiten und zu vertiefen. Die beiden Banken werden dazu einerseits vertraglich eine Vielzahl von (technischen) Details zur praktischen Umsetzung der Zusammenarbeit regeln. *Raiffeisen tritt zwar nicht als gleichberechtigtes und –verpflichtetes neues Mitglied dem Vontobel Aktionärspool bei*, doch werden die Poolaktionäre einerseits und Raiffeisen andererseits die in lit. H des Sachverhalts genannten Vereinbarungen unterzeichnen. Diese Vereinbarungen sind klarerweise als „Absprachen im Hinblick auf den Erwerb, die Veräusserung und die Ausübung der Stimmrechte“ (letzteres soweit es die Wahl eines Vertreters von Raiffeisen in den Verwaltungsrat von Vontobel betrifft) im Sinne von Art. 15 Abs. 1 BEHV-EBK zu betrachten.

2.2.3 Es stellt sich somit die Frage, ob diese Vereinbarungen auch als solche im Sinne von Art. 27 BEHV-EBK zu betrachten sind. Dies ist dann der Fall, wenn die Vereinbarungen zwischen den betreffenden Aktionären (i.c. zwischen den Vontobel Pool Aktionären einerseits und Raiffeisen andererseits) derart sind, dass Vontobel künftig nicht mehr nur durch den bisher die Gesellschaft dominierenden Aktionärspool alleine, sondern gemeinsam mit Raiffeisen kontrolliert wird.

2.2.4 Zunächst ist festzuhalten, dass die (Ausdehnung der) Zusammenarbeit der beiden Banken, verbunden mit den Vor- und Rückkaufsrechten, die Vereinbarung, wonach Raiffeisen künftig einen Vertreter im Verwaltungsrat von Vontobel stellen dürfen wird, sowie das Recht von Raiffeisen, bei einer Kontrollabgabe über Vontobel durch den Pool ein Vorhandrecht auf die Kontrolle zu haben, *im Prinzip* geeignet sind, die Führung von Vontobel zu beeinflussen. Diese prinzipielle Eignung reicht jedoch nicht aus, um die Poolaktionäre und Raiffeisen bereits als Gruppe nach Art. 27 BEHV-EBK zu betrachten. Entscheidend ist vielmehr, ob Raiffeisen aufgrund von spezifischen Rechten, die ihr die Vontobel beherrschenden Pool Aktionäre zugestehen, konkret Einfluss auf die Führung von Vontobel nehmen kann.

2.2.5 Diese Frage ist nach Ansicht der Übernahmekommission aus den folgenden Gründen zu verneinen: Raiffeisen wird zwar mit 12.5% ein bedeutender Aktionär von Vontobel werden, sie wird jedoch, wie erwähnt, nicht Mitglied des Vontobel Pools. Raiffeisen wird somit ihre Stimmrechte auch nicht in den Poolsitzungen ausüben können und folglich keinerlei Einfluss auf die Entscheidungsfindung des Pools nehmen können. Sowohl die Pool Aktionäre als auch Raiffeisen bleiben in Bezug auf die Ausübung ihrer Stimmrechte frei. Die einzige Ausnahme diesbezüglich, nämlich die Wahl eines Vertreters von Raiffeisen in den Verwaltungsrat von Vontobel, ändert an der grundsätzlichen Beurteilung der Sachlage nichts. Das Recht, *einen von* (inskünftig) *sieben* Verwaltungsräten zu stellen, wird Raiffeisen nur eine beschränkte Möglichkeit der Einflussnahme auf die Führung von Vontobel eröffnen, so dass aus übernahmerechtlicher Sicht noch nicht von einer gemeinsamen Führung der Gesellschaft gespro-

chen werden kann. Die Vertretung von Raiffeisen im Verwaltungsrat von Vontobel steht denn auch in erster Linie im Zusammenhang mit der Kooperation der beiden Banken und hängt im Übrigen auch unmittelbar vom Bestand dieser Kooperation ab. Eine Beendigung der Kooperation führt automatisch zum Ausscheiden des Vertreters von Raiffeisen aus dem Vontobel Verwaltungsrat. Es besteht auch kein Vetorecht von Raiffeisen, mit dem bestimmte Beschlüsse verhindert werden könnten. Insgesamt betrachtet kann auf jeden Fall nicht von einer Aufgabe der bisherigen alleinigen Kontrolle über die Zielgesellschaft durch die Poolaktionäre zugunsten einer gemeinsamen Kontrolle mit Raiffeisen durch die bisherigen Poolaktionäre ausgegangen werden. Vielmehr soll zwar eine bisher erfolgreiche Zusammenarbeit der Banken auf weitere Geschäftsbereiche ausgedehnt werden, doch an der Führung der beiden Unternehmen, insbesondere am Primat der Führung von Vontobel durch die Poolaktionäre (bzw. durch die von den Poolaktionären bestellten obersten Leitungsorganen), wird aus heutiger Sicht nichts ändern. Die Poolaktionäre, werden Vontobel weiterhin mit einer absoluten Mehrheit von über 50% der Stimmrechte alleine beherrschen.

2.3 Es ist somit davon auszugehen, dass der Aktionärspool und Raiffeisen eine Gruppe im Sinne von Art. 15 BEHV-EBK bilden, nicht jedoch eine Gruppe im Sinne von Art. 27 BEHV-EBK. Folglich wird durch die Absprache zwischen den Poolaktionären und Raiffeisen keine Angebotspflicht ausgelöst.

3. Auflage im Hinblick auf künftige Veränderungen des Sachverhalts und Befristung der Empfehlung

3.1 Die Übernahmekommission kann gestützt auf Art. 34 Abs. 3 BEHV-EBK die Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht mit Auflagen verbinden. Diese Möglichkeit gilt in analoger Anwendung der genannten Bestimmung auch in Verfahren nach Art. 35 Abs. 1 BEHV-EBK, in denen sich die Übernahmekommission im Einzelfall zum Bestehen (bzw. Nichtbestehen) einer Angebotspflicht äussert.

3.2 Im vorliegenden Fall kommt die Kommission zum Schluss, dass die Vereinbarungen der Vontobel Pool Aktionäre mit Raiffeisen den Tatbestand des Art. 27 BEHV-EBK nicht erfüllen. Diese Entschätzung der Sachlage gilt ausschliesslich mit Bezug auf den konkret beurteilten Sachverhalt.

3.3 Im Hinblick auf mögliche künftige Veränderungen der Sachlage ist die vorliegende Empfehlung mit der Auflage an die Gesuchsteller zu verbinden, der Übernahmekommission Änderungen in der Zusammenarbeit bzw. Änderungen der vertraglichen Vereinbarungen im Zusammenhang mit der Beteiligungsnahme von Raiffeisen an Vontobel umgehend zu melden. Die Kommission behält sich eine Neu Beurteilung der Angelegenheit bei einer wesentlichen Änderung des dieser Empfehlung zugrundeliegenden Sachverhalts vor.

3.4 Der Kaufvertrag der Gesuchsteller, den diese im Zusammenhang mit der Beteiligungsnahme von Raiffeisen an Vontobel unterzeichnet haben, wird automatisch beendet, wenn die hauptsächlichen Kooperationsverträge zwischen Vontobel und Raiffeisen nicht bis spätestens am 31. Dezember 2004 unterzeichnet sind. Die Gültigkeit der Empfehlung ist entsprechend bis zu diesem Zeitpunkt zu beschränken.

4. Publikation

Die vorliegende Empfehlung wird nach ihrer Zustellung an die Gesuchsteller gestützt auf Art. 23 Abs. 3 BEHG auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.

5. Gebühr

In Anwendung von Art. 23 Abs. 5 BEHG und Art. 62 Abs. 6 UEV-UEK erhebt die Übernahmekommission für die Prüfung der Anfrage eine Gebühr. Der Ausschuss setzt die Gebühr auf CHF 50'000 fest.

Die Übernahmekommission erlässt folgende Empfehlung:

1. Es wird festgestellt, dass die im Sachverhalt beschriebene Zusammenarbeit zwischen Vontobel und Raiffeisen sowie die Beteiligungsnahme von Raiffeisen an Vontobel in der Höhe von 12.5% der Stimmrechte und die in diesem Zusammenhang zwischen den Gesuchstellern getroffenen Vereinbarungen keine Pflicht entstehen lässt, allen Aktionären von Vontobel ein öffentliches Kaufangebot zu unterbreiten.
2. Die Gesuchsteller haben jede Änderung der Zusammenarbeitsvereinbarungen und/oder der Vereinbarungen über die Beteiligungsnahme von Raiffeisen an Vontobel umgehend der Übernahmekommission zu melden, welche sich für den Fall wesentlicher Änderungen eine Neubeurteilung der Situation vorbehält.
3. Die Gültigkeit dieser Empfehlung endet am 31. Dezember 2004, wenn bis zu diesem Datum die Kooperationsverträge (Hauptverträge) zwischen Vontobel und Raiffeisen nicht unterzeichnet sind.
4. Diese Empfehlung wird nach ihrer Zustellung an die Gesuchsteller auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.
5. Die Gebühr zulasten der Gesuchsteller beträgt CHF 50'000. Die Gesuchsteller haften hierfür solidarisch.

Die Präsidentin des Ausschusses:

Anne Héritier Lachat

Die Parteien können diese Empfehlung ablehnen, indem sie dies der Übernahmekommission spätestens fünf Börsentage nach Empfang der Empfehlung schriftlich melden. Die Übernahmekommission kann diese Frist verlängern. Sie beginnt bei Benachrichtigung per Telefax zu laufen. Eine Empfehlung, die nicht in der Frist von fünf Börsentagen abgelehnt wird, gilt als von den Parteien genehmigt. Wenn eine Empfehlung abgelehnt, nicht fristgerecht erfüllt oder wenn eine genehmigte Empfehlung missachtet wird, überweist die Übernahmekommission die Sache an die Bankenkommission zur Eröffnung eines Verwaltungsverfahrens.

Mitteilung an:

- die Gesuchsteller, durch ihre Vertreter;
- die EBK.