

# B

**ÜBERNAHMEKOMMISSION  
COMMISSIONE DELLE OPA**

**COMMISSION DES OPA  
SWISS TAKEOVER BOARD**

Selnastrasse 30  
Postfach  
CH - 8021 Zürich

Tel. 41 (0) 58 854 22 90  
Fax 41 (0) 58 854 22 91  
www.takeover.ch

## **EMPFEHLUNG**

**vom 23. August 2004**

**Öffentliches Tauschangebot der Zürcher Kantonalbank, Zürich, für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der ZKB Pharma Vision AG, Zürich, der ZKB Finanz Vision AG, Zürich und der ZKB Axxess Vision AG, Zürich**

**A.** Die ZKB Pharma Vision AG („Pharma Vision“ oder „Zielgesellschaft I“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 84'000'000, eingeteilt in 7'000'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 2 und 7'000'000 Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 10. Die Inhaberaktien sind an der SWX Swiss Exchange („SWX“) kotiert. Ihre Statuten sehen eine Opting out Klausel vor.

Die Pharma Vision ist eine Beteiligungsgesellschaft, welche sich vorwiegend auf weltweite Investitionen in Unternehmen aus der Gesundheitsvorsorge, insbesondere Pharma, Medizinaltechnik, Gesundheitsdienstleister und Biotechnologie konzentriert.

**B.** Die ZKB Finanz Vision AG („Finanz Vision“ oder „Zielgesellschaft II“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 186'000'000, eingeteilt in 3'100'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 10 und 3'100'000 Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 50. Die Inhaberaktien sind an der SWX kotiert. Ihre Statuten sehen eine Opting out Klausel vor.

Die Finanz Vision ist eine Beteiligungsgesellschaft, welche sich vorwiegend auf Investitionen in Finanzdienstleistungsunternehmen, insbesondere Banken und Versicherungen konzentriert. Das Portfolio ist primär auf Europa ausgerichtet.

**C.** Die ZKB Axxess Vision AG („Axxess Vision“ oder „Zielgesellschaft III“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 519'375'000, eingeteilt in 36'750'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 2.50 und 34'200'000 Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 12.50. Die Inhaberaktien sind an der SWX kotiert. Ihre Statuten sehen eine Opting out Klausel vor.

Die Axxess Vision ist eine Beteiligungsgesellschaft, welche sich vorwiegend auf Investitionen in Aktien und Aktienderivate von europäischen Blue Chips konzentriert.

**D.** Die Zürcher Kantonalbank („ZKB“ oder „Anbieterin“ oder „Gesuchstellerin“) ist eine öffentlichrechtliche Anstalt mit Sitz in Zürich.

E. Am 4. August 2004 reichte die ZKB ein Gesuch ein, mit dem sie die Übernahmekommission um Beurteilung der nachfolgend summarisch dargestellten Transaktion aus übernahmerechtlicher Sicht ersuchte. In ihrem Gesuch beantragte die Gesuchstellerin, es sei insbesondere auf die folgenden Fragestellungen einzutreten: (i) die Zulässigkeit des Tausches gegen Anlagefondsanteile; (ii) die Ausgestaltung der Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel; (iii) die Auslegung der Best Price Rule und (iv) die Handhabung eventueller Käufe durch die Gesuchstellerin auf einer allfälligen zweiten Handelslinie.

Im Folgenden werden die wesentlichen Transaktionsschritte kurz erörtert. Auf die Details der Transaktion wird – soweit erforderlich – im Rahmen der rechtlichen Erwägungen näher eingegangen.

### E.1. Vorgeschichte und Ausgangslage

Mit Kaufvertrag vom 30. Juli 2002 erwarb die ZKB von der BZ-Gruppe Holding AG sämtliche Namenaktien der Pharma Vision, der BK Vision AG, der Spezialitäten Vision AG und der Stillhalter Vision AG. Im Spätherbst wurden die Gesellschaften in ZKB Pharma Vision AG, ZKB Finanz Vision AG, ZKB Spezialitäten Vision AG und ZKB Stillhalter Vision AG umbenannt. Im Frühjahr 2003 fusionierten die ZKB Spezialitäten Vision AG und ZKB Stillhalter Vision AG zur ZKB Axxess Vision AG. Die Zielgesellschaften I-III haben im Herbst 2002 die Geschäftsführung und die Vermögensverwaltung der ZKB übertragen.

Gleichzeitig mit Übernahme der Namenaktien hat die ZKB das *Market Making* in Inhaberaktien der Zielgesellschaften an der SWX aufgenommen. Nach Angaben der Gesuchstellerin orientierte sich die Kursstellung am jeweiligen Net Asset Value („NAV“) abzüglich eines Abschlags von ca. 10%.

Per 30. Juni 2004 präsentierte sich die *Beteiligung der ZKB* an den Zielgesellschaften I-III wie folgt:

Gesellschaft	Anzahl Aktien	Stimmen	Kapital
Pharma Vision			
Namenaktien	7'000'000	50.00 %	16.67 %
Inhaberaktien	4'646'032	33.19 %	55.31 %
<b>Total</b>	-	<b>83.19 %</b>	<b>71.98 %</b>
Finanz Vision			
Namenaktien	3'100'000	50.00 %	16.67 %
Inhaberaktien	2'020'764	32.59 %	54.32 %
<b>Total</b>	-	<b>82.59 %</b>	<b>70.99 %</b>
Axxess Vision			
Namenaktien	36'750'000	51.80 %	17.69 %
Inhaberaktien	27'160'248	38.28 %	65.37 %
<b>Total</b>	-	<b>90.08 %</b>	<b>83.06 %</b>

Die ZKB hält 100 % der ausstehenden Namenaktien der Zielgesellschaften I-III.

### E.2. Geplante Transaktion

Die ZKB plant, pro Zielgesellschaft I-III je ein öffentliches Tauschangebot für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien zu unterbreiten. Die Abgeltung jedes Angebots soll durch Tausch gegen Anteile eines neuen Anlagefonds geleistet werden. Es wird ein Tauschverhältnis von einer Inhaberaktie der jeweiligen Zielgesellschaft gegen einen Anteil des entsprechenden Anlagefonds angestrebt.

### E.3. Vorgesehene Transaktionsschritte

#### 1. Gründung der Nachfolgefonds

Wie oben erörtert sollen bei den öffentlichen Tauschangeboten für die Zielgesellschaften I-III als Abgeltung jedes Angebots Anteile eines Schweizer Anlagefonds zum Tausch angeboten werden. Bei der Eidgenössischen Bankenkommission („EBK“) wurde in diesem Zusammenhang ein Gesuch zur Bewilligung eines Umbrella-Fonds nach Schweizer Recht der Kategorie „Übrige Fonds“ eingereicht. Die Bewilligung der EBK liegt im Zeit-

punkt der Eröffnung dieser Empfehlung vor, wobei der Fonds von der EBK als „Übriger Fonds ohne besondere Risiken“ eingestuft wurde.

Der Umbrella-Fonds wird vorerst *drei Segmente* aufweisen, nämlich den ZKB Pharma Vision Fonds, den ZKB Finanz Vision Fonds und den ZKB Axxess Vision Fonds (im Folgenden „Nachfolgefonds“). Jeder Nachfolgefonds soll grundsätzlich die gleiche Anlagepolitik verfolgen wie die entsprechende Zielgesellschaft. Die Fondsleitung wird durch die Swissca Fondsleitung AG wahrgenommen werden. Depotbank und Asset Managerin wird die ZKB sein. Die Erstemission der Nachfolgefonds ist auf das Datum der Bekanntmachung des Angebots (dazu unten E.3.2.) hin vorgesehen. Es ist geplant, am Tag der Bekanntmachung A-Klasse Anteile (zu den verschiedenen Anteilklassen vgl. sogleich unten) zu emittieren.

Jeder Nachfolgefonds wird *drei Anteilklassen* aufweisen, nämlich die Klassen A und I (für Retailanleger und institutionelle Anleger) sowie eine spezielle U-Klasse. Die U-Klasse Anteile jedes Nachfolgefonds werden ausschliesslich für das geplante Tauschangebot ausgegeben. Diese sollen durch die Anbieterin am Vortag der Abwicklung liberiert werden, und zwar im Ausmass der sich dannzumal nicht im Besitz der Anbieterin befindenden Inhaberaktien jeder Zielgesellschaft (vgl. unten 3.). Die Ausgabe der U-Klasse soll danach eingestellt werden. Die A- und I-Klasse Anteile sind für Anleger bestimmt, die neu investieren wollen. Ab dem Zeitpunkt der Bekanntmachung des Angebots plant die ZKB, keine Inhaberaktien der Zielgesellschaften mehr zum Verkauf anzubieten (also keine Briefkurse mehr für diese Aktien zu stellen). Anleger, die ihr Engagement erhöhen oder neu in die Anlagepolitik der Zielgesellschaften investieren wollen, können ab dem Zeitpunkt A- oder I-Klasse Anteile des entsprechenden Nachfolgefonds kaufen.

Die U-Klasse Anteile unterscheiden sich in der Anfangsphase von A-Klasse Anteilen durch eine zusätzliche, degressive *Rücknahmekommission*: Die Anteile können gemäss Fondsreglement täglich dem Nachfolgefonds zurückgegeben werden. Bei der Rücknahme wird eine Rücknahmekommission von 1% abgezogen, die dem entsprechenden Nachfolgefonds gutgeschrieben wird. Bei Rücknahme von U-Klasse Anteilen gelangt *zusätzlich* eine degressive Rücknahmekommission von anfänglich 7% zur Anwendung, die sich in monatlichen Schritten innerhalb zwei Jahren auf 0% reduziert. Diese degressive Rücknahmekommission kommt ausschliesslich den verbleibenden Anteilseignern der U-Klasse zugute. Die jeweiligen U- und A-Klassen der einzelnen Nachfolgefonds sollen voraussichtlich nach Ablauf der zwei Jahre vereinigt werden.

## **2. Veröffentlichung des Angebots**

Die ZKB wird den Publikumsaktionären jeder Zielgesellschaft ein öffentliches Tauschangebot unterbreiten. Der Angebotspreis soll dem inneren Wert (NAV) der Inhaberaktie der jeweiligen Zielgesellschaft entsprechen. Massgebend soll der NAV im Zeitpunkt der Abwicklung des Angebots sein. Zum Tausch für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Zielgesellschaft werden U-Klasse Anteile des entsprechenden Nachfolgefonds angeboten. Das Umtauschverhältnis soll eins zu eins betragen, d.h. eine Inhaberaktie einer Zielgesellschaft wird in einen Anteilschein des Nachfolgefonds getauscht.

Damit der NAV eines U-Klasse Anteils des Nachfolgefonds im Zeitpunkt der Abwicklung dem NAV einer Inhaberaktie der Zielgesellschaft entspricht, ist seitens der ZKB geplant, dass die Nachfolgefonds in einer ersten Phase, d.h. bis zur Abwicklung des Angebots, so investieren werden, dass sich der NAV der Anteile parallel zum NAV der Inhaberaktien der entsprechenden Zielgesellschaften entwickelt.

Für die Publikumsaktionäre soll damit ein möglichst transparenter Vorgang gewährleistet werden: Bis zum Zeitpunkt der Abwicklung des Angebots kann sich der Publikumsaktionär am NAV der Inhaberaktie der Zielgesellschaft orientieren und ab dem Zeitpunkt der Abwicklung am NAV des Anlagefondsanteils, der dannzumal geschaffen sein wird und am Tag der Abwicklung dem NAV einer Inhaberaktie der entsprechenden Zielgesellschaft entsprechen sollte (s. dazu unten 3.)

## **3. Schaffung der zum Tausch angebotenen Anteile**

Am Vortag der Abwicklung wird die ZKB U-Klasse Anteile der Nachfolgefonds zeichnen und liberieren. Die Anzahl wird sich nach der Anzahl Inhaberaktien jeder Zielgesellschaft richten, die dannzumal nicht im Besitz der ZKB sein wird.

Unmittelbar nach ihrer Liberierung durch die ZKB sollen die Nachfolgefonds die Portfolios der Zielgesellschaften abbilden. Die erforderlichen Aktien sollen zu Marktpreisen von den Zielgesellschaften gekauft werden, so dass im Zeitpunkt der Abwicklung der NAV eines U-Klasse Anteils des Nachfolgefonds dem NAV einer Inha-

beraktie der entsprechenden Zielgesellschaft entsprechen wird. Mit diesem Vorgehen soll sichergestellt werden, dass der tauschende Publikumsaktionär in jedem Zeitpunkt über einen Anteil an einem Portfolio mit kongruentem Inhalt verfügen wird.

#### **4. Abwicklung des Angebots**

Am Tag der Abwicklung werden den Publikumsaktionären, die das Tauschangebot angenommen haben, die U-Klasse Anteile des entsprechenden Nachfolgefonds geliefert werden und die Anbieterin wird im Gegenzug die angedienten Inhaberaktien der Zielgesellschaften erhalten.

#### **5. Handel in zum Tausch angebotenen Titeln**

Es wird von der Gesuchstellerin geprüft, während der Dauer des Angebots bis zum Tag der Abwicklung eine zweite Handelslinie für im Angebot angediente Aktien einzurichten. Damit soll Publikumsaktionären, die ihre Inhaberaktien der Zielgesellschaften – nach erfolgter Andienung im Angebot – vor dessen Abwicklung verkaufen wollen oder müssen, eine Möglichkeit zum Ausstieg geboten werden. Die ZKB erwägt, auch auf dieser zweiten Linie als Käuferin aufzutreten. Faktisch wird sie damit U-Klasse Anteile am Nachfolgefonds erwerben.

Im Übrigen beabsichtigt die ZKB, ab Bekanntgabe der Transaktion auf der 1. Handelslinie keine Briefkurse für Aktien der Zielgesellschaften mehr zu stellen, da das Ziel besteht, eine möglichst hohe Quote in den Zielgesellschaften zu erhalten. Im Rahmen der Kursstellung wird die ZKB – nach eigenen Aussagen – ihre Beteiligung an den Zielgesellschaften unter Umständen bis zum Zeitpunkt der Abwicklung nochmals leicht erhöhen. Um neuen Investoren, die an den entsprechenden Anlagestrategien interessiert sind, eine alternative Anlage anbieten zu können, soll ab diesem Tag der Kauf von A- und I-Klasse Anteilen der Nachfolgefonds offeriert werden.

**F.** Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus Herrn Hans Caspar von der Crone (Präsident), Frau Claire Huguenin und Herrn Hans Rudolf Widmer gebildet.

### **Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:**

#### **1. Zulässigkeit des Tausches gegen Anlagefondsanteile**

##### **1.1 Grundsatz**

**1.1.1** Das Schweizer Übernahmerecht sieht bei der Abgeltung des Angebotspreises nicht nur eine Barzahlung vor, sondern erlaubt es dem Anbieter, den Aktionären der Zielgesellschaft ein Tauschangebot zu machen. Die Zulässigkeit von Tauschangeboten geht implizit aus der Definition des öffentlichen Kaufangebots in Art. 2 lit. e BEHG hervor, der sowohl Bar- als auch Tauschangebote dem Börsengesetz unterstellt.

**1.1.2** Was die Tauschangebote anbelangt, so geht die Übernahmeverordnung in ihrem Wortlaut davon aus, dass der Angebotspreis durch Tausch gegen „*Titel*“ geleistet werden kann (vgl. Art. 20 Abs. 2, Art. 21 Abs. 2, Art. 22 Abs. 1 und Art. 24 UEK-UEV). Darin findet sich allerdings nirgends eine Legaldefinition des Begriffs „*Titel*“. Es ist jedoch davon auszugehen, dass mit dem Ausdruck „*Titel*“ „*Effekten*“ im Sinne von Art. 2 lit. a BEHG auf jeden Fall erfasst sind. Ob der Begriff „*Titel*“ allenfalls sogar weiter geht als der Begriff „*Effekten*“, kann an dieser Stelle offen bleiben, da – wie unten (vgl. 1.2.) sogleich zu zeigen sein wird – Anteilscheine an Anlagefonds Effekten im Sinne des Börsengesetzes bilden.

## **1.2 Anlagefondsanteile als „Effekten“ im Sinne von Art. 2 lit. a BEHG**

**1.2.1** Gemäss Art. 2 lit. a BEHG gelten „vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion (Wertrechte) und Derivate“ als Effekten.

**1.2.2** Nach Art. 2 Abs. 1 AFG handelt es sich beim Anlagefonds um ein „Vermögen, das aufgrund öffentlicher Werbung von den Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und von der Fondsleitung in der Regel nach dem Grundsatz der Risikoverteilung für Rechnung der Anleger verwaltet wird“.

**1.2.3** Was *Anteilscheine* an einem Anlagefonds betrifft, so erwirbt der Anleger damit eine Forderung gegen die Fondsleitung auf Beteiligung am Vermögen und am Ertrag des Anlagefonds (Art. 23 Abs. 1 AFG). Inhaltlich verbrieft ein Anteilschein somit keine Mitgliedschaftsrechte, sondern ein Forderungsrecht gegenüber der Fondsleitung, dessen Umfang durch Gesetz und Fondsreglement bestimmt wird (PETER FORSTMOSTER, Kommentar zum schweizerischen Anlagefondsgesetz, Zürich 1997, Art. 23 N 64ff.). Das Anlagefondsgesetz sieht keine Verpflichtung vor, die Fondsanteile in einem Wertpapier zu verkörpern, allerdings muss das Forderungsrecht des Anlegers verbrieft werden, wenn der Anleger dies verlangt (Art. 24 Abs. 2 AFV). Verlangt der Anleger keine Verbriefung in einem Wertpapier, ist die Führung als Wertrecht zulässig. Werden Anteilscheine hingegen physisch herausgegeben, so sind sie in einem Wertpapier ohne Nennwert zu verurkunden, die auf den Namen oder den Inhaber lauten, wobei auf den Namen lautende Anteilscheine als Ordrepapiere auszugestalten sind (Art. 24 Abs. 2 AFV).

## **1.3 Fazit**

**1.3.1** Aus dem oben Erörterten ergibt sich, dass Anteilscheine an Anlagefonds als vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere oder Wertrechte betrachtet werden können. Anteilscheine an Anlagefonds bilden somit Effekten im Sinne des Börsengesetzes (ebenso DANIEL DÄNIKER, in: Watter/Vogt eds., Basler Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, Art. 2 lit. a-c BEHG N 16; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004, § 5 N 557; PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Bern 1997, § 1 N 115).

**1.3.2** Somit kann festgehalten werden, dass in einem öffentlichen Kaufangebot der Angebotspreis durch Tausch gegen Anteilsscheine an einem Anlagefonds nach Schweizer Recht geleistet werden kann.

## **2. Transparenz des Angebotspreises**

### **2.1 Im Allgemeinen**

**2.1.1** Die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote haben als tragende Prinzipien die Grundsätze der Transparenz, der Lauterkeit und der Gleichbehandlung (Art. 1 UEV-UEK i.V.m. Art. 1 BEHG). Die Regelung zielt also darauf ab, transparente und faire Bedingungen für öffentliche Kaufangebote zu schaffen (s. Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, Sonderdruck, S. 21). Ein wesentliches Erfordernis des Transparenzgebots besteht darin, dass die Empfänger des Angebots in der Lage sein müssen, ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage zu treffen.

**2.1.2** Was die Transparenz des Angebotspreises anbelangt, so hat gemäss Art. 21 Abs. 2 UEV-UEK der Angebotsprospekt den je Beteiligungspapier angebotenen Preis, oder im Falle eines öffentlichen Tauschangebotes, das Umtauschverhältnis zu bezeichnen. Diese Angabe muss auch in der Voranmeldung enthalten sein (Art. 7 Abs. 2 lit. d UEV-UEK). Damit die Empfänger des Angebots ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können, muss der Angebotspreis nicht immer zwingend im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Voranmeldung (oder des Angebots) bestimmt, aber zumindest *bestimmbar* sein. Überdies gebietet es der Grundsatz der Lauterkeit, dass der Angebotspreis aufgrund *objektiver Kriterien*, welche die Parteien nicht massgeblich beeinflussen können, bestimmt wird. Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK betreffend die Zulässigkeit von Bedingungen in öffentlichen Kaufangeboten ist dabei sinngemäss anzuwenden (vgl. Empfehlung in Sachen *India Investment AG* vom 11. April 2000, Erw. 1).

**2.1.3** Dem Gesuch um Auskunft der Gesuchstellerin ist zu entnehmen, dass der Angebotspreis im Rahmen des Tauschangebotes der Anbieterin dem NAV der Inhaberaktie der jeweiligen Zielgesellschaft entsprechen soll, wobei der NAV im Zeitpunkt der Abwicklung massgebend sein wird (s. Sachverhalt lit. E.3.2.). Das Umtauschverhältnis soll dabei eins zu eins betragen, d.h. eine Inhaberaktie einer Zielgesellschaft wird in einen Anteilschein des jeweiligen Nachfolgefonds getauscht. Des weitern ist seitens der Anbieterin geplant, dass die Nachfolgefonds bis zur Abwicklung des Angebots die Kapitaleinlage so investieren werden, dass sich der NAV der Anteile parallel zum NAV der Inhaberaktie der entsprechenden Zielgesellschaften entwickeln wird (vgl. Sachverhalt lit. E.3.2.).

Es gilt im Folgenden zu prüfen, ob das geplante Tauschangebot den oben erörterten Transparenzanforderungen genügt.

## **2.2 Liquidität des Portfolios**

**2.2.1** Was die *Bestimmbarkeit* des Angebotspreises anhand *objektiver Kriterien* anbelangt, so hat die Übernahmekommission es in ihrer bisherigen Praxis im Zusammenhang mit Angeboten für Beteiligungspapiere von Investmentgesellschaften als zulässig erachtet, den Angebotspreis aufgrund des NAV der Zielgesellschaft zu bestimmen, auch wenn der dafür massgebende NAV erst nach Veröffentlichung des Angebots zu berechnen war (vgl. Empfehlung in Sachen *InCentive Capital AG* vom 16. April 2003, Erw. 3.1; Empfehlung in Sachen *Sopafin* vom 24. Januar 2002, Erw. 4.3 und 5.; Empfehlung in Sachen *Altin AG* vom 13. Juli 2001, Erw. 2.2). Voraussetzung dafür, dass der (zukünftige) NAV als objektive Grösse qualifiziert werden kann, ist allerdings, dass die Titel des Portfolios, welche die Berechnungsgrundlage des NAV bilden, an liquiden Märkten gehandelt werden (vgl. Empfehlung in Sachen *India Investment AG* vom 11. April 2000, Erw. 1).

**2.2.2** Die Gesuchstellerin hat die Übernahmekommission über die Zusammensetzung des Portfolios informiert. Überdies publizieren die Zielgesellschaften und die Gesuchstellerin regelmässige Berichte über die Titelstruktur des Portfolios (vgl. unten 2.3.2). Gemäss Praxis der Übernahmekommission ist es Aufgabe einer Prüfstelle, die Liquidität des Portfolios zu beurteilen. Folglich wird das Tauschangebot nur als gesetzeskonform erklärt werden können, wenn eine Prüfstelle im Sinne von Art. 25 BEHG die Liquidität des Portfolios bestätigt. In ihrem Bericht hat die Prüfstelle überdies darzulegen, aufgrund welcher Kriterien sie die Liquidität des Portfolios beurteilt hat (vgl. Empfehlung in Sachen *India Investment AG* vom 11. April 2000, Erw. 1).

## **2.3 Kenntnis der Zusammensetzung des Portfolios und des NAV**

**2.3.1** Damit für die Empfänger des Angebots die notwendige Transparenz gewährleistet ist, die ihnen erlaubt, ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen zu können, haben sie Kenntnis von der Zusammensetzung des Portfolios der jeweiligen Zielgesellschaft zu erhalten, da dieses die

Grundlage zur Berechnung des NAV bildet. Überdies muss ihnen der für die Berechnung des Angebotspreises relevante NAV zugänglich sein.

**2.3.2** Die Zielgesellschaften publizieren jährlich einen Geschäftsbericht (jeweils per 31. Dezember) sowie einen Zwischenbericht (jeweils per 30. Juni), in denen die detaillierte Portfoliostruktur offengelegt wird. Des Weiteren wird im Rahmen von Monatsberichten die Titelstruktur des Portfolios veröffentlicht. Sämtliche Publikationen sind auch im Internet abrufbar ([www.zkb.ch/visionen](http://www.zkb.ch/visionen)).

**2.3.3** Was die Zugänglichkeit des NAV anbelangt, so sind Investmentgesellschaften gemäss Art. 19 des Zusatzreglements der SWX für die Kotierung von Investmentgesellschaften verpflichtet, den NAV des Valors in regelmässigen Abständen zu veröffentlichen. In casu wird dieser Anforderung dadurch Genüge getan, dass der NAV der Zielgesellschaften I-III laufend im Internet unter [www.zkb.ch/visionen](http://www.zkb.ch/visionen) veröffentlicht wird. Gemäss Angaben der Gesuchstellerin findet in der Regel sogar ein stündlicher Update statt.

**2.3.4** Zusammenfassend kann somit festgehalten werden, dass für die Empfänger des Angebots die Transparenz hinsichtlich der Zusammensetzung des Portfolios als Berechnungsgrundlage des NAV und des für den Angebotspreis relevanten NAV durch die regelmässige Veröffentlichung der entsprechenden Informationen gewährleistet ist. Die Prüfstelle, welche die Liquidität des Portfolios zu bestätigen haben wird (s. oben Erw. 2.2.2), hat zu kontrollieren, ob die Transparenz in Bezug auf die Zusammensetzung des Portfolios und den NAV der Zielgesellschaften während des Angebots und bis zur Abwicklung desselben gewährleistet ist. Nach Abwicklung des Angebots hat die Prüfstelle der Übernahmekommission einen Bericht darüber zu erstatten.

## **2.4 „Abbildung“ der Zusammensetzung des Portfolios**

**2.4.1** Wie bereits erörtert soll der Angebotspreis im Rahmen des Tauschangebotes der Anbieterin dem NAV der Inhaberaktie der jeweiligen Zielgesellschaft entsprechen, wobei der NAV im Zeitpunkt der Abwicklung massgebend sein wird (s. Sachverhalt lit. E.3.2.). Im vorliegenden Fall gilt es, die Besonderheit zu beachten, dass die Abgeltung des Angebotspreises und somit die Zahlung des NAV der Inhaberaktie der jeweiligen Zielgesellschaft im Zeitpunkt der Abwicklung nicht in der Form einer Barabgeltung erfolgen wird, sondern durch Hingabe eines Anteilscheins an einem Anlagefonds (in concreto: eines U-Klasse Anteils des Nachfolgefonds).

**2.4.2** Ein solches Vorgehen bedingt, dass der zum Tausch angebotene Anlagefondsanteil (U-Klasse Anteil des Nachfolgefonds) im Zeitpunkt der Abwicklung den gleichen NAV aufweisen wird wie eine Inhaberaktie der entsprechenden Zielgesellschaft. Zu diesem Zwecke werden die Nachfolgefonds – nach Angaben der Gesuchstellerin – von ihrer Gründung bis zur Abwicklung des Angebots die Kapitaleinlage so investieren, dass sich der NAV der Anteile parallel zum NAV der Inhaberaktie der entsprechenden Zielgesellschaft entwickeln wird. Die ZKB plant in anderen Worten, unmittelbar nach Liberierung der Nachfolgefonds mit diesen die Portfolios der Zielgesellschaften „abzubilden“. Die dafür erforderlichen Aktien werden zu Marktpreisen von den Zielgesellschaften gekauft. Mit diesem Vorgehen soll sichergestellt werden, dass der tauschende Publikumsaktionär zu jedem Zeitpunkt über einen Anteil an einem Portfolio mit kongruentem Inhalt und somit mit entsprechendem NAV verfügt (vgl. Sachverhalt E.3.3.).

**2.4.3** Die Übernahmekommission erachtet ein solches Vorgehen grundsätzlich als zulässig. Allerdings muss gewährleistet sein, dass die „Abbildung“ des jeweiligen Portfolios tatsächlich stattfindet und somit der NAV eines U-Klasse Anteils des Nachfolgefonds im Zeitpunkt der Abwicklung tatsächlich dem NAV einer Inhaberaktie der entsprechenden Zielgesellschaft entspricht. Aus diesem Grund hat die Prüfstelle, welche die Liquidität des Portfolios zu bestätigen haben wird (s. oben

Erw. 2.2.2), überdies diesen „Portfolio-Abbildungsprozess“ zu begleiten und zu bestätigen, dass alle aufgrund der von der Gesuchstellerin geplanten Transaktionsstruktur vorgesehenen und notwendigen Schritte unternommen wurden, damit im Zeitpunkt der Abwicklung des Angebots der NAV eines U-Klasse Anteils des jeweiligen Nachfolgefonds dem NAV einer Inhaberaktie der entsprechenden Zielgesellschaft entspricht. Nach Abwicklung des Angebots hat die Prüfstelle der Übernahmekommission einen Bericht über diesen „Portfolio-Abbildungsprozess“ und dessen Ausgang zu erstatten.

### **3. Ausnahme von der Pflicht zur Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel**

**3.1** Nach Art. 24 Abs. 5 UEV-UEK hat bei einem Tauschangebot gegen Titel, die nicht an einer Hauptbörse kotiert sind, der Angebotsprospekt eine Bewertung durch eine Prüfstelle der zum Tausch angebotenen Titel zu enthalten. Da die im Rahmen der geplanten Angebote zum Tausch gegen Titel der Zielgesellschaften I-III angebotenen U-Klasse Anteile an keiner Börse kotiert sein werden, stellt die Gesuchstellerin die Frage, ob diese Anlagefondsanteile durch eine Prüfstelle zu bewerten sind bzw. ob diese Bewertung allenfalls durch Überprüfung und Bestätigung der Transaktionsschritte durch eine Prüfstelle ersetzt werden kann.

**3.2** Im vorliegenden (geplanten) Umtauschangebot soll die Abgeltung jedes Angebots durch Tausch gegen Anteile eines neuen Anlagefonds geleistet werden. Wie bereits erörtert soll der Anlagefonds bis zur Abwicklung des Angebots die Portfolios der Zielgesellschaften abbilden, das heisst die Kapitaleinlage so investieren, dass sich der NAV eines zum Tausch angebotenen Anlagefondsanteiles parallel zum NAV der Inhaberaktie der entsprechenden Zielgesellschaft entwickeln wird, und daraufhin im Zeitpunkt der Abwicklung mit einem Portfolio starten, das die gleiche Zusammensetzung wie dasjenige der entsprechenden Zielgesellschaft aufweist, wobei die Nachfolgefonds sodann die bisherige Anlagepolitik der Zielgesellschaften weiter verfolgen sollen (vgl. Sachverhalt lit. E.3.2. und E.3.3.). Vor diesem Hintergrund ist auch geplant, den Empfängern des Angebots Anlagefondsanteile zu einem Umtauschverhältnis von eins zu eins anzubieten. Aufgrund der geplanten Transaktionsstruktur ist demzufolge grundsätzlich davon auszugehen, dass der NAV der künftigen Nachfolgefonds den NAV der entsprechenden Zielgesellschaft widerspiegeln wird. Dies bedeutet, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft (und künftigen Inhaber von Fondsanteilscheinen) nach Annahme der Umtauschofferte im Wesentlichen *wertmässig* gleichgestellt sein werden wie vor der Annahme, da sie pro Anlagefondsanteil des jeweiligen Nachfolgefonds einen Gegenwert erhalten werden, der im Wesentlichen jenem Wert entsprechen wird, den sie vorher als Inhaber einer Aktie der jeweiligen Zielgesellschaft hatten.

**3.3** Zusammenfassend kann somit festgehalten werden, dass sich hier die Gewährung einer Ausnahme von der in Art. 24 Abs. 5 UEV-UEK statuierten Pflicht zur Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel rechtfertigt. In Anwendung von Art. 4 UEV-UEK wird diese in casu von der Übernahmekommission denn auch gewährt. Allerdings hat die Prüfstelle, welche die Liquidität des Portfolios zu bestätigen haben wird, – wie bereits festgehalten (vgl. oben 2.4.3) – den „Portfolio-Abbildungsprozess“ zu begleiten und zu bestätigen, dass alle aufgrund der von der Gesuchstellerin geplanten Transaktionsstruktur vorgesehenen und notwendigen Schritte unternommen wurden, damit im Zeitpunkt der Abwicklung des Angebots der NAV eines U-Klasse Anteils des Nachfolgefonds dem NAV einer Inhaberaktie der entsprechenden Zielgesellschaft entspricht. Nach Abwicklung des Angebots hat die Prüfstelle der Übernahmekommission einen Bericht über diesen „Portfolio-Abbildungsprozess“ und dessen Ausgang zu erstatten und aufgrund einer summarischen Prüfung zu bestätigen, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft nach der Annahme der Umtauschofferte im Wesentlichen *wertmässig* gleichgestellt sind wie vor der Annahme, d.h. – für den vorliegenden Fall – dass die Aktionäre der jeweiligen Zielgesellschaft durch Zuteilung eines U-Klasse Anteils einen Gegenwert erhalten haben, der im Wesentlichen jenem Wert entspricht, den sie vorher als

Inhaber einer Aktie der jeweiligen Zielgesellschaft hatten. Unter diesen Voraussetzungen kann in casu auf eine Bewertung der Titel, die zum Umtausch angeboten werden, verzichtet werden.

## **4. Best Price Rule**

### **4.1 Allgemein**

**4.1.1** Gemäss Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. c UEV-UEK dürfen die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen nach Veröffentlichung des Angebots keine Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis bzw. dem Wert des Angebots liegenden Preis erwerben, ohne diesen allen Empfängern des Angebots anzubieten (sog. „Best Price Rule“). Gemäss Praxis der Übernahmekommission gilt diese Regel ab Veröffentlichung der Voranmeldung während der ganzen Dauer des Angebots und während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist (siehe u.a. Empfehlung in Sachen *Absolute Invest AG* vom 17. Oktober 2003, Erw. 5.1).

**4.1.2** Bei einem Umtauschangebot folgt der Angebotspreis laufend den Kursänderungen der zum Umtausch angebotenen Titel. Folglich dürfen die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen im vorliegenden Fall ab dem Zeitpunkt der Voranmeldung bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist keine Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem Preis erwerben, der im Zeitpunkt des Vertragsschlusses höher ist als der „aktuelle Wert“ des Angebots. Im vorliegenden Umtauschangebot darf also der für ein Beteiligungspapier der jeweiligen Zielgesellschaft bezahlte Preis höchstens gleich hoch sein wie der Wert eines U-Klasse Anteils des jeweiligen Nachfolgefonds im Zeitpunkt einer Transaktion, wobei zur Bestimmung dieses Werts der Marktpreis eines U-Klasse Anteils entscheidend ist, also der Wert, den Marktteilnehmer im Markt für derartige Fondsanteile im Zeitpunkt einer Transaktion bezahlen würden.

**4.1.3** Da im vorliegenden Angebot die zum Umtausch offerierten Anlagefondsanteile (U-Klasse Anteile) voraussichtlich erst am Vortag der Abwicklung emittiert werden, handelt es sich bei diesem Marktpreis im Zeitraum ab Veröffentlichung der Voranmeldung (oder des Angebots) bis zum Tag der Abwicklung insofern um einen *virtuellen Preis*, als es tatsächlich noch gar keinen Markt für U-Klasse Anteile geben wird. Bei der Festsetzung dieses (virtuellen) Marktpreises eines U-Klasse Anteils muss die Tatsache berücksichtigt werden, dass ein U-Klasse Anteil ab dem Zeitpunkt seiner Emission potentiell mit einer Rücknahmekommission von 1% zuzüglich einer degressiven Rücknahmekommission in der Höhe von 7% belastet sein wird. Obwohl sich der zukünftige Marktpreis für einen U-Klasse Anteil heute nicht prognostizieren lässt, ist davon auszugehen, dass sich die (potentiell auf dem Anteil lastende) Rücknahmekommission in einem effizienten Markt negativ auf den Marktpreis (d.h. mit einem Discount auf dem NAV) eines U-Klasse Anteils auswirken würde. Andererseits darf nicht übersehen werden, dass die degressive Rücknahmekommission von 7% ausschliesslich den verbleibenden Anteilseignern der U-Klasse zugute kommen wird (vgl. Sachverhalt lit.E.3.1.), was sich wiederum positiv auf den Marktpreis eines U-Klasse Anteils auswirken dürfte.

**4.1.4** Obwohl zum heutigen Zeitpunkt *keine sicheren Vorhersagen* über den zukünftigen Marktpreis eines U-Klasse Anteils gemacht werden können, ist es aufgrund des oben Erörterten plausibel, anzunehmen, dass sich dieser irgendwo zwischen 100% und 92% (also 100% abzüglich der gesamten Rücknahmekommission von 7% und 1%) des inneren Werts (NAV) dieses U-Klasse Anteils einpendeln würde. Insofern erscheint es aus Praktikabilitätsüberlegungen gerechtfertigt, den für die Best Price Rule relevanten (virtuellen) „Marktpreis“ *bis zur Abwicklung des Angebots* (Schaffung der U-Klasse Anteile) so festzulegen, dass jeweils im Zeitpunkt einer Transaktion vom NAV eines U-Klasse Anteils die Hälfte der gesamten Rücknahmekommission, also 4%, in Abzug gebracht werden muss. Da die U-Klasse Anteile allerdings erst am Vortag der Abwicklung geschaffen werden und somit bis dahin kein NAV für diese Anteile bestimmt werden kann, wird in dieser Zeit als

„Substitution“ an Stelle des NAV eines U-Klasse Anteils der NAV einer Inhaberaktie der jeweiligen Zielgesellschaft für die Berechnung relevant sein. Dies ist insofern sachgerecht als – nach Angaben der Gesuchstellerin – der NAV eines U-Klasse Anteils vor Emission dieser Anteile (also vor Abwicklung des Angebots) demjenigen einer Inhaberaktie der jeweiligen Zielgesellschaft entsprechen wird, da in dieser Zeit die Portfolios der Zielgesellschaften und der entsprechenden Nachfolgefonds einen kongruenten Inhalt aufweisen werden. Zusammenfassend kann also gesagt werden, dass bis zur Abwicklung des Angebots der für Beteiligungspapiere der jeweiligen Zielgesellschaft bezahlte Preis also höchstens gleich hoch sein darf wie das Resultat aus „NAV einer Inhaberaktie der jeweiligen Zielgesellschaft im Zeitpunkt einer Transaktion abzüglich 4%“.

**4.1.5** Die Gesuchstellerin wird für die U- und A-Klasse Anteile jedes Nachfolgefonds nach der Abwicklung des Angebots einen ausserbörslichen Handel einrichten, wobei die ZKB für die U-Klassen nur Geldkurse stellen wird. Der ausserbörsliche Handel ist im Fondsprospekt geregelt: Danach müssen die Geldkurse sich über dem Rücknahmepreis der Anteile (NAV abzüglich Rücknahmekommission) bewegen.

**4.1.6** Demzufolge wird *vom Zeitpunkt der Abwicklung des Angebots bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist* der in diesem ausserbörslichen Handel sich ergebende Marktpreis eines U-Klasse Anteils im Zeitpunkt der jeweiligen Transaktion für die Berechnung des für die Best Price Rule relevanten Preises entscheidend sein. Der für Beteiligungspapiere der jeweiligen Zielgesellschaft bezahlte Preis wird also höchstens gleich hoch sein dürfen wie der im ausserbörslichen Handel sich ergebende Marktwert der U-Klasse Anteile des jeweiligen Nachfolgefonds im Zeitpunkt einer Transaktion.

## **4.2 Handel in zum Tausch angebotenen Titeln**

**4.2.1** Die Gesuchstellerin prüft, während der Dauer des Angebots bis zum Tag der Abwicklung eine zweite Handelslinie für dem Angebot unterstellte Aktien einzurichten. Damit soll Publikumsaktionären, die ihre Inhaberaktien der Zielgesellschaften nach Unterstellung unter das Angebot verkaufen wollen oder müssen, eine Möglichkeit zum Ausstieg geboten werden. Die Gesuchstellerin erwägt, auch auf dieser zweiten Linie als Käuferin aufzutreten. Faktisch würde sie damit U-Klasse Anteile am Nachfolgefonds erwerben.

**4.2.2** Was die Best Price Rule anbelangt, so gilt für die Preisstellung der Gesuchstellerin auf der zweiten Handelslinie das oben für den Zeitraum *ab Veröffentlichung der Voranmeldung (oder des Angebots) bis zum Tag der Abwicklung* Gesagte (vgl. 4.1.3 und 4.1.4).

## **5. Publikation**

Die vorliegende Empfehlung wird in Anwendung von Art. 23 Abs. 3 BEHG nach öffentlicher Bekanntgabe der Transaktion auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.

## **6. Gebühr**

In Anwendung von Art. 23 Abs. 5 BEHG und Art. 62 Abs. 6 UEV-UEK wird für die Behandlung des vorliegenden Gesuchs eine Gebühr erhoben. Der Ausschuss setzt die Gebühr auf CHF 40'000.-- fest.

## **Die Übernahmekommission erlässt folgende Empfehlung:**

1. Es ist im Rahmen des BEHG vom 24. März 1995 zulässig, im öffentlichen Tauschangebot der Zürcher Kantonalbank für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der ZKB Pharma Vision AG, der ZKB Finanz Vision AG und der ZKB Axxess Vision AG den Angebotspreis durch Tausch gegen Anteilsscheine an einem Anlagefonds nach Schweizer Recht abzugelten, unter Einhaltung der nachstehenden Bedingungen und Auflagen:
  - a. Die Liquidität des Portfolios der ZKB Pharma Vision AG, der ZKB Finanz Vision AG und der ZKB Axxess Vision AG ist durch eine Prüfstelle zu bestätigen.
  - b. Die Prüfstelle, welche die Liquidität des Portfolios zu bestätigen haben wird, hat zu kontrollieren, ob die Transparenz in Bezug auf die Zusammensetzung des Portfolios und den NAV der Zielgesellschaften während des Angebots und bis zur Abwicklung desselben im Sinne der Erwägungen gewährleistet ist.
  - c. Die Prüfstelle, welche die Liquidität des Portfolios zu bestätigen haben wird, hat den „Portfolio-Abbildungsprozess“ zu begleiten und zu bestätigen, dass alle aufgrund der von der Gesuchstellerin geplanten Transaktionsstruktur vorgesehenen und notwendigen Schritte unternommen wurden, damit im Zeitpunkt der Abwicklung des Angebots der NAV eines U-Klasse Anteils des jeweiligen Nachfolgefonds dem NAV einer Inhaberaktie der entsprechenden Zielgesellschaft entspricht.
  - d. Die Prüfstelle, welche die Liquidität des Portfolios zu bestätigen haben wird, hat aufgrund einer summarischen Prüfung zu bestätigen, dass die Aktionäre der jeweiligen Zielgesellschaft durch Zuteilung eines U-Klasse Anteils einen Gegenwert erhalten haben, der im Wesentlichen jenem Wert entspricht, den sie vorher als Inhaber einer Aktie der jeweiligen Zielgesellschaft hatten.
2. Diese Empfehlung wird nach öffentlicher Bekanntgabe der Transaktion auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.
3. Die Gebühr für diese Empfehlung wird auf CHF 40'000.-- festgesetzt.

Der Präsident:

Hans Caspar von der Crone

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 Bankenkommision zur Eröffnung eines Verwaltungsverfahrens.

Mitteilung an:

- die Zürcher Kantonalbank;
- die Eidgenössische Bankenkommission