

B

**ÜBERNAHMEKOMMISSION
COMMISSIONE DELLE OPA**

**COMMISSION DES OPA
SWISS TAKEOVER BOARD**

Selnaustrasse 30
Postfach
CH - 8021 Zürich

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

EMPFEHLUNG

vom 6. April 2006

Öffentliches Kaufangebot der Assicurazioni Generali S.p.A., Triest (Italien), für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Generali (Schweiz) Holding, Adliswil

A. Generali (Schweiz) Holding („Generali-CH“ oder „Zielgesellschaft“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Adliswil. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 123'970'000 und ist eingeteilt in 2'479'400 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 50. Die Namenaktien sind an der SWX Swiss Exchange kotiert.

B. Assicurazioni Generali S.p.A. („Generali-I“ oder „Anbieterin“) ist eine Aktiengesellschaft nach italienischem Recht mit Hauptsitz in Triest, Italien; ihr zweiter Verwaltungssitz ist in Mogliano Veneto, Italien. Generali-I verfügt über ein gezeichnetes und voll einbezahltes Grundkapital von EUR 1'276'017'308 eingeteilt in 1'276'017'308 Namenaktien zu je EUR 1. Per 1. April 2006 hielt Generali-I direkt oder indirekt 1'671'951 Namenaktien der Generali-CH, was 67.43% der Stimmrechte und des Kapitals der Zielgesellschaft entspricht.

C. Am 6. März 2006 kündigte Generali-I in den elektronischen Medien an, dass sie ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Generali-CH unterbreiten werde.

D. Am 8. März 2006 erfolgte die landesweite Publikation der Voranmeldung, indem diese in mehreren Zeitungen in deutscher und französischer Sprache veröffentlicht wurde. Der Angebotsprospekt, der Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft sowie die Fairness Opinion wurden der Übernahmekommission vor der Publikation zur Prüfung unterbreitet. Das Angebot war gemäss Voranmeldung an folgende Bedingungen geknüpft:

- „a) Generali hält zusammen mit ihren Tochtergesellschaften und den eigenen Aktien der Gesellschaft bis zum Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist, unter Einbezug der rechtsgültig angedienten Aktien, mehr als 90% der ausgegebenen Aktien der Generali (Schweiz) Holding;
- b) Der Schlusskurs des Swiss Performance Index („SPI“) liegt am letzten Tag der Angebotsfrist nicht unter 4848,84 Punkten (d.h. 20% unter dem Wert des Schlusskurses des Indexes vom Freitag, 3. März 2006 von 6061,05 Punkten);
- c) Der mittlere 10-Jahres Swap Satz in Euro (10-Year Mid Swap Rate Euro) ist am Ende der Angebotsfrist nicht um mehr als 200 Basispunkte über den Satz von 3.7690% vom Freitag, 3. März 2006, 17:00 (MEZ) gestiegen (d.h. nicht über 5.7690%). Die Festlegung des massgebenden Swapsatzes erfolgt unter Bezug auf die 10-Year Mid Swap Rate Euro gemäss Bloomberg (Ticker-Symbol: EUSA19) am letzten Tag der Angebotsfrist um 17:00 (MEZ).

- d) Kein Gericht und keine Behörde hat einen Entscheid oder eine Verfügung erlassen, die den Vollzug dieses Angebotes verhindert, verbietet oder für unzulässig erklärt oder hat Bedingungen oder Auflagen auferlegt, welche in Bezug auf die konsolidierte Jahresrechnung der Generali oder der Generali (Schweiz) Holding einen negativen Einfluss auf das Ergebnis der Gewinn- und Verlustrechnung in der Höhe von über CHF 40'000'000 oder auf den konsolidierten Umsatz in der Höhe von über 100'000'000 haben.“

E. Am 11. April 2006 wird voraussichtlich die landesweite Verbreitung des öffentlichen Kaufangebotes von Generali-I erfolgen, indem dieses in mehreren Zeitungen auf Deutsch und Französisch veröffentlicht und den elektronischen Medien zugestellt wird. Der Angebotspreis beträgt CHF 440 netto je Namenaktie der Generali-CH. Generali-I wird das Angebot voraussichtlich während 20 Börsentagen offen lassen. Das Angebot ist gemäss Angebotsprospekt an folgende Bedingungen geknüpft:

- „a) Generali hält zusammen mit ihren Tochtergesellschaften und den eigenen Aktien der Gesellschaft bis zum Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist, unter Einbezug der rechtsgültig angedienten Aktien, mehr als 90% der ausgegebenen Aktien der Generali (Schweiz) Holding;
- b) Der Marktwert des bilanzierten Aktien- und Aktien-Anteilsscheinportfolios der Gesellschaft (unter Ausschluss von Aktien und Aktienanteilsscheinen in fondsgebundenen Lebensversicherungen) fällt nach Auffassung einer reputierten unabhängigen durch Generali benannten Revisionsstelle oder Investmentbank zwischen dem 6. März 2006 und dem letzten Tag der Angebotsfrist aufgrund von Marktbewegungen nicht um 20% oder mehr;
- c) Der Marktwert des bilanzierten Portfolios von festverzinslichen Wertpapieren der Gesellschaft (unter Ausschluss von festverzinslichen Wertpapieren in fondsgebundenen Lebensversicherungen) fällt nach Auffassung einer reputierten unabhängigen durch Generali benannten Revisionsstelle oder Investmentbank zwischen dem 6. März 2006 und dem letzten Tag der Angebotsfrist aufgrund von Marktbewegungen nicht um 8.5% oder mehr;
- d) Kein Gericht und keine Behörde hat einen Entscheid oder eine Verfügung erlassen, die den Vollzug dieses Angebotes verhindert, verbietet oder für unzulässig erklärt oder hat Bedingungen oder Auflagen auferlegt, welche in Bezug auf die konsolidierte Jahresrechnung der Generali oder der Generali (Schweiz) Holding einen negativen Einfluss auf das Ergebnis der Gewinn- und Verlustrechnung in der Höhe von über CHF 40'000'000 oder auf den konsolidierten Umsatz in der Höhe von über 100'000'000 haben.“

F. Zur Prüfung der vorliegenden Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus den Herren Hans Rudolf Widmer (Präsident), Thierry de Marignac und Henry Peter gebildet.

Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:

1. Voranmeldung

1.1 Eine Anbieterin kann gemäss Art. 7 Abs. 1 UEV-UEK ein Angebot vor der Veröffentlichung des Angebotsprospekts voranmelden. Diese Voranmeldung muss den in Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK genannten Mindestinhalt aufweisen. Die daran geknüpften rechtlichen Wirkungen ergeben sich aus Art. 9 UEV-UEK. Gemäss Art. 8 Abs. 1 UEV-UEK ist die Voranmeldung landesweit zu verbreiten, indem sie in zwei oder mehreren Zeitungen in deutscher und französischer Sprache veröffentlicht wird. Ausserdem ist sie nach Abs. 2 dieser Bestimmung mindestens einem der bedeutenden elektronischen Medien, die Börseninformationen verbreiten, zuzustellen. Damit die Rechtswirkungen gemäss Art. 9 UEV-UEK an diesen Zeitpunkt geknüpft werden können, muss eine Veröffentlichung der vollständigen Voranmeldung nicht nur in den elektronischen Medien, sondern auch innerhalb von drei Börsentagen in den Zeitungen erfol-

gen. Die blossе Zustellung an ein elektronisches Medium genügt gemäss Praxis der Übernahmekommission nicht.

1.2 Im vorliegenden Fall enthielt die am 6. März 2006 in den elektronischen Medien publizierte Voranmeldung sämtliche von Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK geforderten Angaben. Die Publikation in den Tageszeitungen erfolgte rechtzeitig innerhalb von drei Börsentagen am 8. März 2006. Die Voranmeldung entfaltet ihre Wirkungen somit am 6. März 2006.

1.3 Gegenüber der Voranmeldung vom 6. März 2006 enthält der Angebotsprospekt mit Bezug auf die Bedingungen b und c Änderungen. Auf diese Änderungen wird im Rahmen der Prüfung der Zulässigkeit der Bedingungen eingegangen (vgl. unten Erw. 5.4 – 5.6).

2. Handeln in gemeinsamer Absprache

2.1 Gemäss Art. 11 UEV-UEK i.V.m. Art. 15 Abs. 2 lit. c BEHV-EBK handelt die Anbieterin grundsätzlich in gemeinsamer Absprache mit allen Mitgliedern ihres Konzerns und den von ihr beherrschten Aktionären. Auch die Zielgesellschaft gilt als eine Person, die in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelt, wenn sie im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospekts oder der Voranmeldung von der Anbieterin beherrscht wird (vgl. Empfehlung in Sachen *Canon Schweiz AG* vom 19. April 2002, Erw. 4).

Im vorliegenden Fall hält Generali-I bei Veröffentlichung der Voranmeldung rund zwei Drittel des Kapitals und der Stimmrechte von Generali-CH. Somit gelten alle direkten und indirekten Tochtergesellschaften der Anbieterin, einschliesslich der Zielgesellschaft und alle deren direkten und indirekten Tochtergesellschaften als in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelnde Personen.

2.2 Die Anbieterin hat nach Art. 12 Abs. 1 UEV-UEK die in gemeinsamer Absprache mit ihr handelnden Personen offen zu legen. Generali-I kommt dieser Verpflichtung in lit. B Ziff. 4 des Angebotsprospekts nach. Die in gemeinsamer Absprache mit Generali-I handelnden Personen sind den in Art. 12 UEV-UEK statuierten Pflichten unterworfen. Die Prüfstelle hat zu prüfen, ob diese Personen ihren diesbezüglichen Pflichten nachkommen.

3. Nichtanwendung der Bestimmungen über den Mindestpreis

Generali-I hält bereits 67.43% der Stimmrechte von Generali-CH und wird folglich durch ihr Angebot den Grenzwert von 33 1/3% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft nicht überschreiten. Somit kommen die Bestimmungen über den Mindestpreis im vorliegenden Fall nicht zur Anwendung (Art. 10 Abs. 5 UEV-UEK e contrario).

4. Best Price Rule

Gemäss Art. 10 Abs. 6 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 liegenden Preis erwerben, ohne diesen Preis allen Empfängern des Angebots anzubieten (sogenannte „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 (vgl. u.a. Empfehlung in Sachen *Absolute Invest AG* vom 17. Oktober 2003, Erw. 5). Die Prüfstelle hat zu bestätigen, dass die Best Price Rule eingehalten wurde (Art. 27 UEV-UEK).

5. Bedingungen

5.1 Gemäss Art. 9 Abs. 1 UEV-UEK muss die Anbieterin innerhalb von sechs Wochen nach Publikation der Voranmeldung ein Angebot veröffentlichen, das den Konditionen der Voranmeldung entspricht. Eine im Angebotsprospekt genannte Bedingung muss deshalb bereits in der Voranmeldung enthalten sein (Art. 7 Abs. 2 lit. f UEV-UEK). Im vorliegenden Fall wurden die in der Voranmeldung aufgeführten Bedingungen teilweise geändert. Auf diese Änderungen wird weiter unten zurückzukommen sein (vgl. Erw. 5.4 – 5.6).

5.2 Ein öffentliches Kaufangebot darf grundsätzlich nur an aufschiebende Bedingungen, die bis zum Ablauf der Angebotsfrist eingetreten sein müssen, geknüpft werden (Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK). Um zulässig zu sein, müssen (aufschiebende) Bedingungen drei Voraussetzungen erfüllen: Erstens müssen die Bedingungen genügend klar formuliert sein, damit am Ende der Angebotsfrist zweifelsfrei feststeht, ob die Bedingung erfüllt ist (Art. 13 Abs. 2 UEV-UEK). Zweitens dürfen Bedingungen nicht potestativer Natur sein, d.h. sie müssen dem ausschliesslichen Einflussbereich der Anbieterin entzogen sein. Falls die Anbieterin aufgrund der Art der aufschiebenden Bedingung einen Beitrag zu deren Eintritt leisten muss, hat sie alle ihr zumutbaren Massnahmen zu ergreifen, damit die Bedingung eintritt (Art. 13 Abs. 1, zweiter Satz UEV-UEK). Schliesslich muss eine Bedingung den Grundsätzen der Lauterkeit und der Transparenz von öffentlichen Kaufangeboten sowie der Gleichbehandlung der Anleger entsprechen (vgl. Art. 1 UEV-UEK).

Im Folgenden werden die einzelnen aufschiebenden Bedingungen des vorliegenden Kaufangebots auf ihre Zulässigkeit hin geprüft:

5.3 Bedingung a sieht vor, dass Generali-I zusammen mit ihren Tochtergesellschaften und den eigenen Aktien der Generali-CH bis zum Ablauf der Angebotsfrist, unter Einbezug der rechtsgültig angedienten Aktien, mehr als 90 % der ausgegebenen Aktien der Generali-CH hält (zum genauen Wortlaut vgl. Sachverhalt lit. E).

Knüpft die Anbieterin ihr Angebot an das Erreichen einer Mindestbeteiligung an der Zielgesellschaft, so darf die gesetzte Schwelle nicht unrealistisch hoch sein. Andernfalls würde es nur noch im Belieben der Anbieterin stehen, ein aufgrund der unrealistischen Bedingung von Anfang an zum Scheitern verurteiltes Angebot mittels Verzicht auf die entsprechende Bedingung doch noch zustande kommen zu lassen. Die Bedingung verkäme so zu einer unzulässigen Potestativbedingung im Sinne von Art. 13 Abs. 1 erster Satz UEV-UEK.

Im vorliegenden Fall hält die Anbieterin bei Lancierung des Angebots direkt und indirekt 1'671'951 Namenaktien der Generali-CH, was einem Anteil von 67.43% des Aktienkapitals und der Stimmrechte der Generali-CH entspricht. Damit der in Bedingung a festgelegte Grenzwert erreicht wird, müssen der Generali-I folglich bis Ende der Angebotsfrist knapp 22.5% der ausgegebenen bzw. rund 69% der sich im Publikum befindenden Generali-CH-Aktien angedient werden. Dies erscheint als realistisch. Diese aufschiebende Bedingung ist demnach zulässig.

5.4 Bedingung b der Voranmeldung sah vor, dass der Schlusskurs des Swiss Performance Index („SPI“) am letzten Tag der Angebotsfrist nicht unter 4848.84 Punkten (d.h. 20% unter dem Wert des Schlusskurses des Indexes vom Freitag, 3. März 2006 von 6061.05 Punkten) liegt (vgl. Sachverhalt lit. D).

5.4.1 Die Übernahmekommission hat Material Adverse Change-Klauseln („MAC-Klauseln“) als aufschiebende Bedingungen in ihrer Praxis stets zugelassen, wenn die von der Anbieterin genannten nachteiligen Ereignisse quantitativ betrachtet wesentlich sind, d.h. in einem gewissen minimalen Ausmass einen Wertverlust bei der Zielgesellschaft bewirken (vgl. Empfehlung in Sachen *Forbo Holding AG* vom 7. März 2005, Erw. 6.2.7; Empfehlung in Sachen *Disetronic* vom 19. März 2003, Erw. 6.2.1; Empfehlung in Sachen *Centerpulse* vom 16. April 2003, Erw. 5.3 und Erw. 5.7). Hintergrund dieser Praxis ist es zu vermeiden, dass die Anbieterin aufgrund einer zu tief gewählten Schwelle für den Eintritt einer solchen Bedingung jedes unbedeutende negative Ereignis zum Anlass nehmen kann, von ihrem Angebot Abstand zu nehmen – womit die Bedingung letztlich zu einer unzulässigen Potestativbedingung würde.

Ob bei Bedingungseintritt eine wesentliche Werteinbusse für die Zielgesellschaft entstanden wäre, hätte sich anhand der in der Voranmeldung formulierten Bedingung indessen für den Angebotsempfänger nicht transparent beurteilen lassen. Aufgrund der für den Anleger im Prospekt verfügbaren Information wäre nämlich unklar gewesen, (i) ob und in welchem Ausmass eine Veränderung des SPI einen Einfluss auf den Wert der Zielgesellschaft hat, sowie (ii) ob und in welchem Ausmass die Zielgesellschaft allenfalls die Absicherung solcher Marktrisiken (z.B. durch Hedging) vorgenommen hat. Um dem Grundsatz der Transparenz zu genügen, muss bei einer auf den Markt bezogenen MAC-Klausel für den Angebotsempfänger – aufgrund der Information, die ihm im Prospekt offen gelegt wird – zumindest klar nachvollziehbar und quantifizierbar sein, welchen direkten (nachteiligen) Einfluss der Eintritt der entsprechenden Marktänderung auf die Zielgesellschaft hat.

5.4.2 Mit der geänderten Fassung wird nun im Angebotsprospekt präzisiert (zum genauen Wortlaut vgl. Sachverhalt lit. E), das Angebot unterliege der Bedingung, dass der Marktwert des bilanzierten Aktien- und Aktien-Anteilsscheinportfolios der Gesellschaft (unter Ausschluss von Aktien und Aktienanteilsscheinen in fondsgebundenen Lebensversicherungen) zwischen dem 6. März 2006 und dem letzten Tag der Angebotsfrist aufgrund von Marktbewegungen nicht um 20% oder mehr fällt. Eine solche direkte Einbusse bei der Zielgesellschaft, welche – basierend auf dem Jahresabschluss 2005 – rund 29% des Eigenkapitals bzw. rund 10.9% des erweiterten Eigenkapitals (inkl. stille Reserven und nachrangige Darlehen/Anleihen, aber ohne eigene Aktien) der Zielgesellschaft ausmacht, ist als wesentlich einzustufen. Damit ist Bedingung b, wie sie im Angebotsprospekt formuliert ist, als aufschiebende Bedingung zulässig.

5.5 Bedingung c der Voranmeldung sah vor, dass der mittlere 10-Jahres Swap Satz in Euro (10-Year Mid Swap Rate Euro) am Ende der Angebotsfrist nicht um mehr als 200 Basispunkte über den Satz von 3.7690% vom Freitag, 3. März 2006, 17:00 (MEZ) gestiegen ist (d.h. nicht über 5.7690%). Die Festlegung des massgebenden Swapsatzes sollte unter Bezug auf die 10-Year Mid Swap Rate Euro gemäss Bloomberg (Ticker-Symbol: EUSA19) am letzten Tag der Angebotsfrist um 17:00 (MEZ) erfolgen (vgl. Sachverhalt lit. D).

In Bezug auf Bedingung c, wie sie in der Voranmeldung vorgesehen war, gilt mutatis mutandis das in Erw. 5.4.1 Gesagte. Neu hält Bedingung c des Angebotsprospekts fest (zum genauen Wortlaut vgl. Sachverhalt lit. E), das Angebot unterliege der Bedingung, dass der Marktwert des bilanzierten Portfolios von festverzinslichen Wertpapieren der Gesellschaft (unter Ausschluss von festverzinslichen Wertpapieren in fondsgebundenen Lebensversicherungen) zwischen dem 6. März 2006 und dem letzten Tag der Angebotsfrist aufgrund von Marktbewegungen nicht um 8.5% oder mehr fällt. Die bei der Zielgesellschaft aufgrund von Marktveränderungen eintretende Werteinbusse ist nunmehr nachvollziehbar und ebenfalls als wesentlich zu bezeichnen, da sie – basierend auf dem Jahresabschluss 2005 – rund 72.2% des Eigenkapitals bzw. rund 27.1% des erweiterten Eigenkapitals (inkl. stille Reserven und nachrangige Darle-

hen/Anleihen, aber ohne eigene Aktien) der Zielgesellschaft ausmacht. Folglich ist Bedingung c als aufschiebende Bedingung zulässig.

5.6 Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die im Vergleich zur Voranmeldung vorgenommenen Änderungen der Bedingungen b und c die Transparenz des Angebots erhöhen und zu keiner materiellen Verschlechterung für die Angebotsempfänger führen. Aus diesem Grunde wirken sich die vorgenommenen Präzisierungen gesamthaft gesehen zugunsten der Angebotsempfänger aus und sind somit gemäss Art. 15 Abs. 1 UEV-UEK als zulässig zu betrachten.

5.7 Bedingung d sieht vor, dass kein Gericht und keine Behörde einen Entscheid oder eine Verfügung erlassen haben, die den Vollzug dieses Angebots verhindert, verbietet oder für unzulässig erklärt oder Bedingungen oder Auflagen auferlegt, welche in Bezug auf die konsolidierte Jahresrechnung der Generali-I oder der Generali-CH einen negativen Einfluss auf das Ergebnis der Gewinn- oder Verlustrechnung in der Höhe von über CHF 40'000'000 oder auf den konsolidierten Umsatz in der Höhe von über 100'000'000 haben.

Nach ständiger Praxis der Übernahmekommission ist der erste Teil dieser Bedingung ohne weiteres zulässig (vgl. Empfehlung in Sachen *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 18. Juli 2005, Erw. 2.6, Empfehlung in Sachen *Disetronic Holding AG* vom 19. März 2003, Erw. 6.2.7); was die Höhe der Wertebussen infolge Bedingungen oder Auflagen betrifft, so entspricht ein negativer Einfluss auf die Gewinn- oder Verlustrechnung von über CHF 40'000'000 rund 45.1% des Gesamtergebnisses der Generali-CH für das Geschäftsjahr 2005 und ist damit als wesentlich einzustufen. Die genannte Einbusse von CHF 100'000'000 auf Stufe Umsatz macht rund 5.1% der Bruttoprämien der Generali-CH für das Geschäftsjahr 2005 aus und ist somit ebenfalls als wesentlich zu qualifizieren. Die Bedingung d ist folglich als aufschiebende Bedingung zulässig.

6. Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft

6.1 Jahres- oder Zwischenabschluss

6.1.1 Gemäss Art. 29 Abs. 1 BEHG hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einen Bericht zu veröffentlichen, in dem er zum Angebot Stellung nimmt. Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK hält sodann als Grundsatz fest, dass dieser Bericht alle Informationen enthalten muss, die notwendig sind, damit die Empfänger des Angebots ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können.

6.1.2 Art. 29 Abs. 1 BEHG verpflichtet den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, die ihm bekannten und nicht veröffentlichten Angaben über den Gang der laufenden Geschäfte offen zu legen. Gemäss Praxis der Übernahmekommission hat der Verwaltungsrat in denjenigen Fällen, in denen der Bilanzstichtag des letzten veröffentlichten Jahres- oder Zwischenberichts der Zielgesellschaft bis zum Ende der Angebotsfrist mehr als sechs Monate zurückliegt, einen aktuellen Zwischenabschluss zu erstellen. Dieser ist als Teil des Berichts des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft zu betrachten und entsprechend zu veröffentlichen (vgl. Empfehlung in Sachen *Scintilla AG* vom 30. Juni 2004, Erw. 6.1.4 sowie Empfehlung in Sachen *Bon appétit Group AG* vom 13. September 2004, Erw. 6.1.1).

6.1.3 Sind seit dem Stichtag des letzten publizierten Jahres- oder Zwischenabschlusses bis zum Ende der Angebotsfrist weniger als sechs Monate vergangen, ist keine Veröffentlichung eines aktuellen Zwischenabschlusses erforderlich. In einem solchen Fall hat jedoch der Verwal-

tungsrat der Zielgesellschaft in analoger Anwendung von Art. 24 Abs. 3 UEV-UEK in seinem Bericht Angaben über wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten zu machen, die seit der letzten Veröffentlichung des Jahres- oder Zwischenberichts eingetreten sind. Sind keine solchen Änderungen eingetreten, so hat der Verwaltungsrat dies explizit in seinem Bericht zu bestätigen. Treten solche Änderungen nach Veröffentlichung des Berichts während der Angebotsfrist ein, hat der Verwaltungsrat die Pflicht, den Bericht entsprechend zu ergänzen und in derselben Form wie das Angebot zu veröffentlichen.

6.1.4 Die oben gemachten Erwägungen finden auch im vorliegenden Fall Anwendung: Generali-CH wird den Jahresabschluss für das Jahr 2005 am 11. April 2006, also gleichzeitig mit Beginn der Angebotsfrist, veröffentlichen. Der Verwaltungsrat von Generali-CH weist in seinem Bericht überdies darauf hin, dass er sich keiner wesentlichen Veränderung in der Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage oder in den Geschäftsaussichten bewusst sei, die seit dem 31. Dezember 2005 eingetreten wäre. Damit entspricht der Bericht in diesem Punkt den gesetzlichen Anforderungen.

6.2 Interessenkonflikte

6.2.1 Gemäss Art. 31 Abs. 1 UEV-UEK hat der Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft auf allfällige Interessenkonflikte von Mitgliedern des Verwaltungsrats und der obersten Geschäftsleitung hinzuweisen. Er muss im Besonderen die finanziellen Folgen des Angebots für die genannten Personen schildern. Der Bericht hat offen zu legen, ob die Mandate der Mitglieder des Verwaltungsrats und der obersten Geschäftsleitung zu gleichwertigen Bedingungen weitergeführt werden. Ansonsten sind die neuen Konditionen darzulegen. Verlassen gewisse Mitglieder des Verwaltungsrats oder der obersten Geschäftsleitung die Zielgesellschaft, ist anzugeben, ob sie eine Abgangsentschädigung erhalten und wie hoch diese ist. Die Angaben müssen individuell erfolgen (vgl. u.a. Empfehlung in Sachen *Berna Biotech AG* vom 13. Dezember 2005, Erw. 6.2.2).

6.2.2 Liegen Interessenkonflikte vor, muss der Bericht gemäss Art. 31 Abs. 3 UEV-UEK Rechenschaft ablegen über die Massnahmen, welche die Zielgesellschaft getroffen hat, um zu vermeiden, dass sich diese Konflikte zum Nachteil der Empfänger des Angebots auswirken (vgl. statt vieler Empfehlung in Sachen *Amazys Holding AG* vom 23. März 2006, Erw. 7.2.3).

6.2.2.1 Der Verwaltungsrat von Generali-CH setzt sich aus folgenden Mitgliedern zusammen: Sergio Balbinot, Lorenzo Kravina (per 1. April 2006 zurückgetreten), Alfred Leu, Martin Zellweger, Peter C. Colombo, Karljörg Landolt, Andrea Broggin, und Jörg Zulauf. Sergio Balbinot fungiert gleichzeitig bei Generali-CH und bei Generali-I als Verwaltungsrat. Amerigo Borrini und Lorenzo Kravina sind auch Organe der Generali-I. Alfred Leu ist CEO der Generali-CH, Martin Zellweger war bis 31. Dezember 2004 CEO der Generali-CH. Sämtliche Mitglieder des Verwaltungsrats der Generali-CH wurden mit Stimmen von Generali-I als Mehrheitsaktionärin gewählt.

Gemäss Bericht des Verwaltungsrats von Generali-CH befinden sich Sergio Balbinot, Amerigo Borrini, Lorenzo Kravina, Alfred Leu und Martin Zellweger in einem potentiellen Interessenkonflikt. Diesem Umstand Rechnung tragend, sind diese Verwaltungsratsmitglieder bei der Beschlussfassung des Verwaltungsrats zur Beurteilung des öffentlichen Kaufangebots von Generali-I in den Ausstand getreten.

6.2.2.2 Zur Beurteilung des öffentlichen Kaufangebots der Generali-I wurde ein Komitee bestehend aus den Verwaltungsratsmitgliedern Peter C. Colombo, Karljörg Landolt, Andrea Brogginini und Jörg Zulauf gebildet. Die Tatsache, dass Generali-I Mehrheitsaktionärin der Generali-CH ist und gemäss Bericht des Verwaltungsrats von Generali-CH sämtliche Verwaltungsratsmitglieder der Zielgesellschaft mit Stimmen der Anbieterin gewählt wurden, begründet gemäss Praxis der Übernahmekommission die Vermutung, dass sich auch diese vier Verwaltungsratsmitglieder in einem potentiellen Interessenkonflikt befinden. Allerdings kann diese Vermutung vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft durch den Nachweis der tatsächlichen Unabhängigkeit der entsprechenden Verwaltungsräte widerlegt werden (vgl. Empfehlung in Sachen *Scintilla* AG vom 30. Juni 2004, Erw. 6.2.2.2).

Bei den Herren Peter C. Colombo, Karljörg Landolt, Andrea Brogginini und Jörg Zulauf handelt es sich um nicht exekutive Mitglieder des Verwaltungsrats. Sie nehmen gemäss Verwaltungsratsbericht bei der Generali-I bzw. einer mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Person weder Organfunktionen wahr, noch sind sie deren Arbeitnehmer. Zwischen ihnen und der Generali-I bestehen keine Mandatsverträge und sie handeln auch nicht auf deren Instruktion. Sie stehen in keiner geschäftlichen Beziehung zur Generali-I oder einer mit der Generali-I in gemeinsamer Absprache handelnden Person, die einen übernahmerechtlich relevanten Interessenkonflikt begründen würde. Ebenso wenig haben sie Organfunktionen in Gesellschaften inne, die wesentliche Geschäftsbeziehungen zu Gesellschaften der Generali Gruppe unterhalten.

Damit kann festgehalten werden, dass ein genügender Nachweis für die tatsächliche Unabhängigkeit der genannten vier Verwaltungsratsmitglieder von Generali-CH erbracht wurde. Demzufolge waren diese im Stande, frei von Interessenkonflikten zum öffentlichen Kaufangebot der Generali-I Stellung zu nehmen.

Ferner wird im Bericht des Verwaltungsrats der Generali-CH ausgeführt, dass das Komitee des Verwaltungsrats der Generali-CH, keine Kenntnis davon habe, dass Änderungen in der Zusammensetzung des Verwaltungsrats von Generali-CH oder der Bedingungen der Mandate der Verwaltungsratsmitglieder vorgesehen seien. Das Komitee habe im Übrigen auch keine Kenntnis von geplanten Änderungen in der Zusammensetzung der Gruppenleitung. Die bisherige Gruppenleitung werde nach Information des Komitees weiterhin zu gleichen Bedingungen für die operative Führung der Generali-CH verantwortlich sein.

6.2.2.3 Der Verwaltungsrat der Generali-CH hat sodann die Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG („Bank Sal. Oppenheim“) beauftragt, die finanzielle Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots zu prüfen (sog. „Fairness Opinion“). Stützt sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft auf eine solche unabhängige Beurteilung des Angebotspreises durch eine Expertin, wird diese Bestandteil des Berichts des Verwaltungsrats. Die Fairness Opinion ist gleichzeitig mit dem Verwaltungsratsbericht zu veröffentlichen und im selben Umfang zu begründen.

Vorliegend sind die von der Bank Sal. Oppenheim konkret für ihre Meinungsbildung verwendeten Informationen und herangezogenen Bewertungsmethoden, die getroffenen Bewertungsannahmen und die angewandten Parameter sowie deren Herleitung offengelegt, so dass die Angebotsempfänger die Einschätzung der Expertin nachvollziehen und folglich ihren Entscheid betreffend Annahme oder Ablehnung des Angebots in Kenntnis der Sachlage treffen können (vgl. Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK). Die Fairness Opinion ist somit gemäss Art. 29 Abs. 4 UEV-UEK hinreichend begründet.

7. Befreiung von der Karenzfrist

Legt eine Anbieterin ein Angebot vor seiner Veröffentlichung samt Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft der Übernahmekommission zur Prüfung vor, kann die Anbieterin von der Pflicht zur Einhaltung der Karenzfrist befreit werden (Art. 14 Abs. 2 UEV-UEK). Da Generali-I diese Voraussetzungen erfüllt hat, wird sie von der Pflicht zur Einhaltung der Karenzfrist befreit.

8. Publikation

Die vorliegende Empfehlung wird in Anwendung von Art. 23 Abs. 3 BEHG am Tag der Publikation des Angebotsprospekts auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.

9. Gebühr

Das Angebot umfasst maximal 807'449 Namenaktien der Generali-CH zum Angebotspreis von CHF 440. Der Wert des gesamten Angebots liegt somit bei CHF 355'277'560. Gemäss Art. 62 Abs. 1 und 2 wird folglich eine Gebühr von CHF 131'000 zu Lasten der Anbieterin erhoben.

Die Übernahmekommission erlässt folgende Empfehlung:

1. Das öffentliche Kaufangebot der Assicurazioni Generali S.p.A., Triest, an die Aktionäre der Generali Schweiz Holding, Adliswil, entspricht dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995.
2. Die Übernahmekommission gewährt die folgende Ausnahme von der Übernahmeverordnung (Art. 4 UEV-UEK): Befreiung von der Pflicht zur Einhaltung der Karenzfrist (Art. 14 Abs. 2 UEV-UEK).
3. Diese Empfehlung wird am Tag der Publikation des Angebotsprospekts auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.
4. Die Gebühr zu Lasten der Assicurazioni Generali S.p.A., Triest, beträgt CHF 131'000.

Der Präsident:

Hans Rudolf Widmer

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:

- Generali (Schweiz) Holding, durch ihren Vertreter;
- Assicurazioni Generali S.p.A., durch ihren Vertreter;
- die Eidgenössische Bankenkommision;
- die Prüfstelle (zur Kenntnisnahme).