

**B****ÜBERNAHMEKOMMISSION  
COMMISSIONE DELLE OPA****COMMISSION DES OPA  
SWISS TAKEOVER BOARD**Selnaustrasse 30  
Postfach  
CH - 8021 ZürichTel. +41 (0)58 854 22 90  
Fax +41 (0)58 854 22 91  
www.takeover.ch**EMPFEHLUNG II****vom 16. Februar 2007****Öffentliches Kaufangebot der IPB Holding B.V, Utrecht, Niederlande, für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien B der Bank Sarasin & Cie AG, Basel – Angebot**

**A.** Die Bank Sarasin & Cie AG („Sarasin“ bzw. „Zielgesellschaft“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Basel. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 61'155'300 und ist eingeteilt in 550'000 Namenaktien A mit einem Nennwert von je CHF 20 („Namenaktie A“) und 501'553 Namenaktien B mit einem Nennwert von je CHF 100 („Namenaktie B“). Die Namenaktien A sind Stimmrechtsaktien. Die Namenaktien B sind an der SWX Swiss Exchange kotiert; die Namenaktien A sind nicht kotiert.

**B.** Die IPB Holding B.V. („IPB“ bzw. „Anbieterin“) ist eine unter dem Recht der Niederlande inkorporierte Gesellschaft mit Sitz in Utrecht, Niederlande. Das von der IPB ausgegebene Kapital beträgt EUR 5 Millionen. Die IPB steht im gänzlichen Besitz der Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank B.A. („Rabobank“), einer Bank-Genossenschaft holländischen Rechts mit Sitz in Amsterdam, Niederlande.

**C.** Die Eichbaum Holding AG („Eichbaum“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Basel. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 4'000'000 und ist eingeteilt in 4'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 1'000. Sämtliche Aktien der Eichbaum wurden bis im Oktober 2003 von den Herren Dr. Beat A. Sarasin, Dr. Georg F. Kraye, Conrad P. Schwyzer, Peter E. Merian, Andreas R. Sarasin, Dr. Philip R. Baumann, Eric G. Sarasin, Hans-Rudolf Hufschmid, Franz K. von Meyenburg und J. Guy E. Monson (alle zusammen die „Eichbaumaktionäre 2002“) gehalten. Am 27. Oktober 2003 erwarben zusätzlich die Herren Rolf M. Wittendorfer und Matthias Hassels (gemeinsam mit den Eichbaumaktionären 2002: „Eichbaumaktionäre“) Aktien der Eichbaum.

**D.** Die Eichbaum ist Mehrheitsaktionärin der Sarasin. Sie hält sämtliche 550'000 Namenaktien A sowie 150 Namenaktien B der Zielgesellschaft, was 18.01% des Aktienkapitals und 52.32% der Stimmrechte der Sarasin entspricht.

**E.** Die IPB hält 171'553 Namenaktien B an der Sarasin, was einer Beteiligung von 16.31% der Stimmrechte und 28.05% des Kapitals entspricht. Die Beteiligung besteht seit Mitte 2002 und geht auf einen Vertrag (sog. „Transaction Agreement“) zurück, den die Eichbaumaktionäre 2002, die Eichbaum, die Sarasin, die IPB und die Rabobank am 3. März 2002 geschlossen haben (zusammen die „Vertragsparteien“). Die Vertragsparteien vereinbarten damals eine Beteiligung der IPB an Sa-

rasin (welche seinerzeit noch eine Kommanditaktiengesellschaft nach Art. 764 ff. OR war und zunächst in eine Aktiengesellschaft nach Art. 620 OR umgewandelt wurde), wobei hierfür im Wesentlichen das Private-Banking-Geschäft der Rabobank in die Zielgesellschaft eingebracht wurde gegen die Ausgabe von 171'553 neuen Namenaktien B an IPB. Abgesehen von dieser Beteiligungsnahme sowie den für ihre Umsetzung notwendigen Rechten und Pflichten der Vertragsparteien beinhaltet das Transaction Agreement auch eine Vereinbarung über den möglichen Erwerb sämtlicher Eichbaum Aktien durch die IPB und damit der indirekt gehaltenen Mehrheitsbeteiligung der Eichbaumaktionäre an Sarasin („Kaufrecht“ oder „Call Option“). Die Eichbaumaktionäre hatten hierfür der IPB gegen Zahlung eines Optionspreises von CHF 162 Mio. das Recht eingeräumt, jederzeit bis am 30. Juni 2009 sämtliche Aktien der Eichbaum – und damit indirekt die Mehrheitsbeteiligung an Sarasin – zu erwerben. Die IPB hatte somit das Recht, das ihr eingeräumte Kaufrecht bis spätestens am 30. Juni 2009 auszuüben und damit einen Vertrag über den Kauf sämtlicher Aktien der Eichbaum mit den Eichbaumaktionären abzuschliessen (vgl. für weitere Einzelheiten zum damaligen Sachverhalt die Empfehlung I in Sachen *Bank Sarasin & Cie* vom 26. März 2002 sowie die Empfehlung II in Sachen *Bank Sarasin & Cie* vom 13. Juni 2002; zum inzwischen ausgeübten Kaufrecht vgl. nachfolgend lit. K).

**F.** Zum Ausübungspreis sieht das Transaction Agreement Folgendes vor: Der Ausübungspreis bzw. der Kaufpreis für die Aktien der Eichbaum wird im Zeitpunkt der Ausübung des Kaufrechts aufgrund einer Bewertung der Eichbaum und der Sarasin durch die Revisionsstelle der Zielgesellschaft, Ernst & Young AG, Basel („Ernst & Young“), anhand einer im Transaction Agreement festgelegten Formel, berechnet, kann jedoch einen bereits bei Unterzeichnung der Vereinbarung bestimmten Betrag nicht übersteigen. Elemente der Formel sind u.a. der Wert der Namenaktien A der Sarasin und die von der Eichbaum gehaltenen Namenaktien B der Sarasin. Das Transaction Agreement sieht vor, dass sich die Vertragsparteien über den von der Revisionsstelle berechneten Kaufpreis einigen müssen, ansonsten ein Schiedsgericht den Kaufpreis festzulegen hat (zur inzwischen erfolgten Einigung betreffend den Kaufpreis vgl. nachfolgend lit. L).

**G.** Mit Empfehlung I vom 26. März 2002 stellte die Übernahmekommission fest, dass die Eichbaumaktionäre 2002 zusammen mit der Eichbaum, der IPB und der Rabobank aufgrund der im Transaction Agreement getroffenen Vereinbarungen eine Gruppe im Sinne von Art. 27 BEHV-EBK bilden. Mangels Vorliegen eines Kontrollwechsels hinsichtlich Sarasin gewährte die Übernahmekommission den genannten Personen jedoch eine Ausnahme von der Pflicht, den Aktionären von Sarasin ein öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten. Die Ausnahme ist bis am 30. Juni 2009 befristet und besteht unter der Auflage, dass die Parteien jegliche Änderung der vertraglichen Vereinbarung hinsichtlich Sarasin umgehend der Übernahmekommission mitzuteilen haben. Die Kommission behielt sich für den Fall wesentlicher Änderungen eine Neubeurteilung der Situation vor. Im Übrigen hielt die Übernahmekommission in ihrer Empfehlung fest, dass durch das Ausüben der Call Option die Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots im Sinne von Art. 32 Abs. 1 BEHG ausgelöst wird. Zudem wurde festgehalten, dass eine allenfalls in der Optionsprämie enthaltene Kontrollprämie im Fall eines öffentlichen Kaufangebots bei der Bestimmung des den Inhabern der Namenaktie B zu bezahlenden Mindestpreises berücksichtigt werden müsse (vgl. Empfehlung I vom 26. März 2002 in Sachen *Bank Sarasin & Cie AG*, Erw. 1, 2 und 4).

**H.** Mit Empfehlung II vom 13. Juni 2002 hielt die Übernahmekommission fest, dass der für den Erwerb des Kaufrechts den Eichbaumaktionären bezahlte Optionspreis von CHF 162'000'000 eine Kontrollprämie von CHF 96'000'000 beinhalte und diese bei einem späteren öffentlichen Angebot im Rahmen der Mindestpreisberechnung zu berücksichtigen ist (vgl. Empfehlung vom 13. Juni 2002 in Sachen *Bank Sarasin & Cie AG*, Erw. 1.3).

**I.** Mit Empfehlung vom 13. Oktober 2003 stellte die Übernahmekommission fest, dass die in der Empfehlung vom 26. März 2002 definierte Gruppe zusätzlich aus den Herren Rolf M. Wittendorfer und Matthias Hassels besteht, welche insgesamt 2% des Aktienkapitals der Eichbaum erworben hatten, und dass die gewährte Ausnahme von der Angebotspflicht unter Einschluss der beiden vorstehend genannten Personen weiter besteht (vgl. Empfehlung vom 13. Oktober 2003 in Sachen *Bank Sarasin & Cie*). Sowohl Herr Rolf M. Wittendorfer als auch Matthias Hassels wurden Parteien des Transaction Agreements sowie des Escrow Agreements (vgl. Empfehlung vom 13. Oktober 2003 in Sachen *Bank Sarasin & Cie AG*, Erw. 3).

**J.** Mit Empfehlung vom 26. Oktober 2005 hielt die Übernahmekommission fest, dass die mit Empfehlung I vom 26. März 2002 gewährte Ausnahme von der Angebotspflicht auch bei Durchführung der vorgesehenen Änderung, wonach die Geschäftsleitung sich neu aus nicht weniger als fünf – und nicht wie bisher mindestens sieben – Mitgliedern, einschliesslich der Vertreter der IPB, zusammensetzen soll, weiterbesteht. Die Ausnahme war bis am 30. Juni 2009 befristet und bestand unter der Auflage, dass die Parteien jegliche Änderung der vertraglichen Vereinbarung hinsichtlich Sarasin umgehend der Übernahmekommission mitzuteilen hatten. Die Kommission behielt sich für den Fall wesentlicher Änderungen eine Neuurteilung der Situation vor (vgl. Empfehlung vom 26. Oktober 2005 in Sachen *Bank Sarasin & Cie AG*, Erw. 3 und 4).

**K.** Am 29. Dezember 2006 übte die IPB ihr Kaufrecht für den Erwerb sämtlicher Aktien der Eichbaum aus. Nach dem Vollzug des durch die Ausübung des Kaufrechts begründeten Kaufvertrags („Kaufvertrag“) wird die IPB direkt und indirekt insgesamt 550'000 Namenaktien A und 171'703 Namenaktien B der Sarasin, entsprechend 46.06% des Kapitals und 68.63% der Stimmrechte der Sarasin halten. Der Vollzug des Kaufvertrags ist gemäss Transaction Agreement aufschiebend bedingt durch die Erfüllung bestimmter Vollzugsbedingungen (s. dazu unten lit. L).

**L.** Am 5. Januar 2007 haben sich die Vertragsparteien über den Kaufpreis geeinigt (zum Kaufpreis vgl. lit. F) und den Kaufpreis für sämtliche Namenaktien A auf CHF 444'964'000 festgelegt. Zudem legten die Vertragsparteien den Preis pro Namenaktie B auf CHF 3'687.50 fest. Der Vollzug des Kaufvertrags ist an folgende aufschiebende Bedingungen geknüpft: Erhalt der erforderlichen Bewilligungen aller Finanzmarktaufsichtsbehörden; Erhalt aller erforderlichen Genehmigungen oder Freistellungsbescheinigungen aller Wettbewerbsbehörden; kein Vollzugsverbot; keine wesentlichen negativen Feststellungen bei der Due Diligence; Gewährleistungen wahr und zutreffend; keine Verletzung von Vertragspflichten; Vorliegen der zwei letzten Jahresrechnungen der Sarasin vor Ausübung des Kaufrechts und der übrigen, zur Berechnung des Kaufpreises erforderlichen Angaben; Bewilligung der Eidgenössischen Bankenkommision zur Weiterverwendung des Namens „Sarasin“ durch die Sarasin.

**M.** Mit Empfehlung I vom 8. Januar 2007 äusserte sich die Übernahmekommission zum Gesuch der IPB und der Rabobank betreffend Vorprüfung der Voranmeldung sowie Fragen im Zusammenhang mit der Best Price Rule (vgl. Empfehlung I vom 8. Januar 2007 in Sachen *Bank Sarasin & Cie. AG – Best Price Rule*, nachfolgend „Empfehlung I“).

**N.** Am 9. Januar 2007 kündigte die IPB in den elektronischen Medien an, dass sie ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien B der Sarasin unterbreiten werde („Voranmeldung“). Am 11. Januar 2007 erfolgte die landesweite Verbreitung der Voranmeldung, indem diese in mehreren Zeitungen in deutscher und französischer Sprache veröffentlicht wurde.

**O.** Am 8. Februar 2007 reichten die IPB und die Sarasin (zusammen die „Gesuchstellerinnen“) im Zusammenhang mit dem Gleichbehandlungsprinzip, insbesondere der Best Price Rule, bei der

Übernahmekommission ein Gesuch ein. Auf das Gesuch wird im Rahmen der Erwägungen näher eingegangen.

**P.** Die landesweite Verbreitung des öffentlichen Kaufangebots der IPB wird voraussichtlich am 20. Februar 2007 erfolgen, indem es in mehreren Zeitungen in deutscher und französischer Sprache veröffentlicht wird. Der Angebotspreis beträgt CHF 3'687.50. Das Angebot soll an folgende Bedingungen gebunden sein:

- „1. Erhalt der erforderlichen Bewilligungen aller in- und ausländischen Finanzmarktaufsichtsbehörden zum Vollzug des Kaufvertrags ohne wesentliche Auflagen oder Bedingungen.
2. Erhalt der erforderlichen Bewilligungen, Freistellungsbescheinigungen oder Unbedenklichkeitserklärungen aller in- und ausländischen Wettbewerbsbehörden zum Vollzug des Kaufvertrags ohne wesentliche Auflagen oder Bedingungen.
3. Kein behördliches oder gerichtliches Verbot des Vollzugs des Kaufvertrags.

Als wesentliche Auflagen oder Bedingungen gelten dabei alle Umstände oder Ereignisse, die nach Ansicht einer reputierten, von der IPB benannten, unabhängigen Revisionsgesellschaft oder Investmentbank allein oder zusammen mit anderen Umständen oder Ereignissen, welche mit diesen Auflagen oder Bedingungen in Zusammenhang stehen:

1. in den Geschäftsjahren 2007 oder 2008 eine Reduktion des konsolidierten Gewinns bzw. eine Erhöhung des konsolidierten Verlusts der Sarasin und / oder der Rabobank vor Zinsen und Steuern (EBIT) um einen Betrag, der 20% oder mehr des EBIT der Sarasin für das Jahr 2006 entspricht, oder
2. in den Geschäftsjahren 2007 oder 2008 eine Reduktion des konsolidierten Bruttoertrags der Sarasin und / oder der Rabobank um einen Betrag, der 5% oder mehr des konsolidierten Bruttoertrags der Sarasin für das Jahr 2006 entspricht, oder
3. eine Reduktion des konsolidierten Eigenkapitals der Sarasin und / oder der Rabobank per 31. Dezember 2007 oder 31. Dezember 2008 um einen Betrag, der 10% oder mehr des konsolidierten Eigenkapitals der Sarasin per 31. Dezember 2006 entspricht

verursachen oder voraussichtlich verursachen werden.

Diese Bedingungen gelten bis zum Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist als aufschiebende Bedingungen im Sinne von Art. 13 Absatz 1 der Verordnung der Übernahmekommission („UEV-UEK“). Nach Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist gelten die vorgenannten Bedingungen als auflösende Bedingungen im Sinne von Art. 13 Absatz 4 UEV-UEK.“

**Q.** Mit Eingabe vom 13. Februar 2007 reichte die Anbieterin ein Gesuch ein, mit welchem sie im Wesentlichen folgende Anträge stellt: die Feststellung der Gesetzmässigkeit des öffentlichen Angebots, die Befreiung von der Pflicht zur Einhaltung der Karenzfrist, die Zustimmung zu den auflösenden Bedingungen sowie die Gewährung einer Frist von maximal vier Monaten nach Ablauf der Nachfrist zur Abwicklung des Kaufangebots durch die Übernahmekommission. Zudem stellte sie den Antrag, es sei festzustellen, dass die Aktionäre der Eichbaum nicht als im Hinblick auf das Kaufangebot in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelnde Personen oder als organisierte Gruppe gemäss Art. 11 Abs. 1 UEV-UEK gelten und somit nicht unter den Gleichbehandlungsgrundsatz, insbesondere nicht unter die Best Price Rule fallen. Eventualiter stellt die Anbieterin den Antrag, die Eichbaumaktionäre seien nur bis zum Vollzug des Kaufvertrages als im Hinblick auf das Kaufangebot in gemeinsamer Absprache mit der IPB handelnde Personen oder als organisierte Gruppe gemäss Art. 11 Abs. 1 UEV-UEK zu betrachten und dementsprechend nach

dem Vollzug des Kaufvertrags nicht mehr dem Gleichbehandlungsprinzip, insbesondere der Best Price Rule unterstellt.

**R.** Der Angebotsprospekt und der Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft wurden vor ihrer Veröffentlichung der Übernahmekommission zur Prüfung vorgelegt.

**S.** Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus den Herren Hans Rudolf Widmer (Präsident), Raymond Breu sowie Henry Peter gebildet.

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

### **1. Voranmeldung**

**1.1** Gemäss Art. 7 Abs. 1 UEV-UEK kann eine Anbieterin ein Angebot vor der Veröffentlichung des Angebotsprospekts voranmelden, wobei diese Voranmeldung den in Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK genannten Mindestinhalt aufweisen muss. Die daran geknüpften rechtlichen Wirkungen ergeben sich aus Art. 9 UEV-UEK. Art. 8 Abs. 1 UEV-UEK bestimmt, dass die Voranmeldung landesweite Verbreitung finden muss, 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, genügt gemäss Praxis der Übernahmekommission die blosser Zustellung an ein elektronisches Medium nicht. Vielmehr hat eine *Veröffentlichung* der vollständigen Voranmeldung in den Zeitungen zu erfolgen, und zwar innert drei Börsentagen nach Veröffentlichung in den elektronischen Medien.

**1.2** Im vorliegenden Fall enthielt die am 9. Januar 2007 in den elektronischen Medien publizierte Voranmeldung sämtliche von Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK geforderten Angaben. Die Publikation in den Tageszeitungen erfolgte rechtzeitig innert drei Börsentagen am 11. Januar 2007. Somit entfaltete die Voranmeldung ihre Wirkungen am 9. Januar 2007.

### **2. Anwendbarkeit der Bestimmungen über Pflichtangebote**

**2.1** Gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG muss diejenige Person, welche direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere erwirbt und damit mit den Papieren, die sie bereits besitzt, den Grenzwert von 33 1/3% der Stimmrechte einer Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, überschreitet, ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere der Gesellschaft unterbreiten. Als indirekter Erwerb gilt gemäss Art. 26 BEHV-EBK i.V.m. Art. 9 Abs. 3 lit. c BEHV-EBK der Erwerb und die Veräusserung einer Beteiligung, die direkt oder indirekt die Beherrschung einer juristischen Person vermittelt, welche ihrerseits direkt oder indirekt Beteiligungspapiere hält.

**2.2** Massgebend für das Auslösen der Angebotspflicht gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG ist grundsätzlich der Eigentumserwerb und somit der Vollzug des zugrunde liegenden Geschäfts (vgl. dazu auch Empfehlung vom 28. April 2005 in Sachen *Swiss International Airlines AG*, Erw. 3.3 ff.; Empfehlung vom 17. August 2001 in Sachen *Netstal-Maschinen AG*, Erw. 1.1).

Die IPB hat am 29. Dezember 2006 ihr Kaufrecht über den Kauf sämtlicher Aktien der Eichbaum, welche ihrerseits 18.01% des Aktienkapitals und 52.32% der Stimmrechte der Sarasin hält, ausgeübt (vgl. Sachverhalt lit. K). Zum gegenwärtigen Zeitpunkt hält die IPB 16.31% der Stimmrechte

der Sarasin. In casu hat der Vollzug des Kaufvertrages noch nicht stattgefunden, weshalb in formeller Hinsicht noch keine Angebotspflicht ausgelöst würde. Vorliegend ist jedoch eine Gesamtbeurteilung der Transaktion vorzunehmen (vgl. dazu auch Empfehlung vom 28. April 2005 in Sachen *Swiss International Airlines AG*, Erw. 3.3 ff.). Wirtschaftlicher Endzweck der gesamten Transaktion war von Beginn weg die Übernahme bzw. das Erreichen der Kontrolle der Sarasin durch die IPB. Bereits die Einräumung des Kaufrechts durch die Eichbaumaktionäre mittels Transaction Agreement war auf den Zweck einer künftigen Übernahme durch die IPB ausgerichtet. Aufgrund dessen ist wie in Erw. 2.4 der Empfehlung I vom 26. März 2002 in Sachen *Bank Sarasin & Cie AG* festgehalten vorliegend davon auszugehen, dass die Angebotspflicht bereits mit Ausübung des Kaufrechts entstanden ist. Im Folgenden ist somit zu prüfen, ob das Kaufangebot die Bestimmungen über Pflichtangebote einhält.

### **3. Einhaltung der Bestimmungen über Pflichtangebote**

#### **3.1 Angebot auf alle Arten von kotierten Beteiligungspapieren**

Gemäss Art. 29 Abs. 1 BEHV-EBK hat sich ein Pflichtangebot auf alle Arten von kotierten Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft zu erstrecken. Gemäss Art. 10 Abs. 3 UEV-UEK muss sich ein Angebot sodann auch auf Beteiligungspapiere erstrecken, welche aus der Ausübung von Optionsrechten bis zum Ende der Nachfrist stammen.

Das vorliegende Angebot bezieht sich auf alle sich im Publikum befindenden kotierten Namenaktien B (vgl. Angebotsprospekt, Ziffer 1.2). Der Angebotsprospekt hält in Ziffer 1.2 fest, dass keine Wandel- oder Optionsrechte ausstehend sind, welche zum Bezug von Namenaktien B aus dem bedingten Kapital der Sarasin berechtigen. Art. 29 Abs. 1 BEHV-EBK und Art. 10 Abs. 3 UEV-UEK ist somit in genügendem Mass Rechnung getragen.

#### **3.2 Bestimmungen über den Mindestpreis**

##### **3.2.1 Preis des vorausgegangenen Erwerbs**

**3.2.1.1** Nach Art. 32 Abs. 4 BEHG darf der Angebotspreis höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen, den die Anbieterin in den zwölf letzten Monaten vor Veröffentlichung des Angebots für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.

**3.2.1.2** Gemäss Art. 38 Abs. 2 BEHV-EBK ist der Preis des vorausgegangenen Erwerbs für jede Art von Beteiligungspapieren getrennt zu ermitteln. Der Festlegung des angemessenen Verhältnisses zwischen den Preisen mehrerer Arten von Beteiligungspapieren nach Art. 32 Abs. 5 BEHG ist der Preis des im Vergleich zum Nominalwert höchstbezahlten Beteiligungspapiers zugrunde zu legen.

**3.2.1.3** Im Fall eines indirekten Erwerbs im Sinne von Art. 26 i.V.m. Art. 9 Abs. 3 lit. c BEHV-EBK hat die Anbieterin im Angebotsprospekt gestützt auf Art. 41 BEHV-EBK den auf die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft entfallenden Anteil des bezahlten Preises offenzulegen; die Bewertung dieses Anteils ist durch eine Prüfstelle zu überprüfen.

**3.2.1.4** Im vorliegenden Fall ist zu beachten, dass die IPB am 29. Dezember 2006 das Kaufrecht, welches zum Kauf sämtlicher Aktien der Eichbaum berechtigt, ausgeübt und via diese Titel indirekt 550'000 Namenaktien A und 150 Namenaktien B gekauft hat (vgl. Sachverhalt lit. K). Dass es sich dabei um vorausgegangenen Erwerb handelt, hat die Übernahmekommission mit Empfehlung I festgehalten (vgl. Empfehlung I, Erw. 3.3).

Die IPB hat in den letzten zwölf Monaten vor Veröffentlichung des Angebots somit indirekt sämtliche 550'000 Namenaktien A sowie 150 Namenaktien B der Sarasin erworben. Der dabei indirekt höchstbezahlte Preis betrug CHF 809.03 für die Namenaktien A (Nennwert CHF 20) und CHF 3'687.50 für die Namenaktien B (Nennwert CHF 100).

Der Ausübungspreis für die von der Eichbaum gehaltenen 550'000 Namenaktien A wurde von Ernst & Young aufgrund einer im Transaction Agreement vereinbarten Formel berechnet. Deren Wert beläuft sich auf CHF 444'964'000, d.h. CHF 809.03 pro Namenaktie A. Unter Zugrundelegung des Nennwertverhältnisses ergibt dies umgerechnet einen Wert von CHF 4'045.13 pro Namenaktie B.

Für die Berechnung des Mindestpreises ist gemäss Erwägung 1.3 der Empfehlung II vom 13. Juni 2002 in Sachen Bank Sarasin & Cie AG eine Kontrollprämie von insgesamt CHF 96'000'000, welche die IPB den Eichbaumaktionären 2002 für die Einräumung des Kaufrechts bezahlte hatte, zu diesem Wert hinzuzuzählen. Da die Call Option der IPB das Recht einräumt – indirekt durch den Kauf von 100% der Eichbaum – neben den 550'000 Namenaktien A auch 150 Namenaktien B zu erwerben, berechnet sich der Wert der Kontrollprämie pro Aktie so, dass der Gesamtbetrag von CHF 96'000'000 durch die Anzahl nennwertbereinigter Aktien dividiert wird, was einen Betrag von CHF 174.31 pro Namenaktie A (insgesamt CHF 95'869'269.18 für alle Namenaktien A) bzw. CHF 871.54 pro Namenaktie B (insgesamt CHF 130'730.82 für alle Namenaktien B) ergibt. Der für die Berechnung des Mindestpreises als Referenz geltende Erwerbspreis (Ausübungspreis plus Kontrollprämie) pro Namenaktie A beläuft sich somit auf CHF 983.33 und derjenige pro Namenaktie B auf CHF 4'916.67. Damit besteht zwischen beiden Aktienkategorien das gleiche Verhältnis zwischen Nennwert und Preis des vorausgegangenen Erwerbs. Die IPB legt diese Preise in Ziffer 1.3 und 2.4 des Angebotsprospekts offen. Die Prüfstelle hat überdies die Bewertung des indirekt vorausgegangenen Erwerbs überprüft. Demzufolge sind vorliegend sowohl Art. 38 Abs. 2 BEHV-EBK als auch Art. 41 BEHV-EBK erfüllt.

Für die Mindestpreisberechnung ist somit von einem Referenzpreis von CHF 4'916.67 auszugehen. Für die Berechnung des Angebotspreises wurde ein Abschlag von 25% vorgenommen, d.h. CHF 1'229.17, was gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG zulässig ist. Daraus ergibt sich ein Mindestangebotspreis von CHF 3'687.50, welcher vorliegend auch der Angebotspreis ist.

**3.2.1.5** Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Bedingungen von Art. 32 Abs. 4 BEHG i.V.m. Art. 38 Abs. 2 BEHV-EBK und Art. 41 BEHV-EBK erfüllt sind.

## **3.2.2 Börsenkurs**

**3.2.2.1** Nach Art. 32 Abs. 4 BEHG muss der Angebotspreis zudem mindestens dem Börsenkurs der anvisierten Titel entsprechen. Dieser Kurs ergibt sich gemäss Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK aus dem Durchschnitt der während der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung der Voranmeldung an einer Schweizer Börse ermittelten Eröffnungskurse für diese Beteiligungspapiere (Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK i.V.m. Art. 9 Abs. 3 lit. a UEV-UEK).

**3.2.2.2** Die Voranmeldung wurde am 9. Januar 2007 in den elektronischen Medien publiziert. Der durchschnittliche Eröffnungskurs der Namenaktien B der letzten 30 Börsentage vor der Voranmeldung beläuft sich auf CHF 3'657.33. Der in casu im Angebot offerierte Preis beträgt CHF 3'687.50. Das Angebot der IPB erfüllt somit die Anforderung von Art. 32 Abs. 4 BEHG i.V.m. Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK.

**3.2.3** Zusammenfassend kann somit festgehalten werden, dass im vorliegenden Angebot die Bestimmungen über den Mindestpreis eingehalten sind.

#### **4. Ausschüttungen der Sarasin an ihre Aktionäre**

**4.1** Zum gegenwärtigen Zeitpunkt besteht noch keine Gewissheit darüber, ob Ausschüttungen der Sarasin an ihre Aktionäre vorgenommen werden, bevor das vorliegende Angebot bzw. der Kaufvertrag vollzogen ist. Je nach zeitlicher Konstellation von Ausschüttung, Vollzug des Kaufvertrags und Vollzug des Angebots sind Auswirkungen auf die Mindestpreisvorschriften und/oder der Gleichbehandlung nicht auszuschliessen.

**4.2** Die Übernahmekommission behält sich vor, bei Ausschüttungen der Sarasin an die Aktionäre, zu beurteilen, ob die Bestimmungen über den Mindestpreis bzw. die Gleichbehandlung weiterhin eingehalten sind.

**4.3** Im Prospekt der Anbieterin wurde der Angebotspreis wie folgt formuliert: „CHF 3'687.50 netto je Namenaktie B der Sarasin mit einem Nennwert von je CHF 100, abzüglich des Bruttobetrags allfälliger Ausschüttungen pro Namenaktie B der Sarasin, welche die Sarasin bis zum Vollzugsdatum dieses Kaufangebots an ihre Aktionäre vornimmt.“

Die Anbieterin hat im Falle einer Anpassung des Angebotspreises aufgrund der in Erw. 4.3 erwähnten Ausschüttungen die Einhaltung der Mindestpreisvorschriften und der Gleichbehandlung sicherzustellen. Die Übernahmekommission behält sich die Beurteilung einer allfälligen Anpassung des Angebotspreises vor.

#### **5. Handeln in gemeinsamer Absprache**

**5.1** Für im Hinblick auf ein Angebot in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe mit der Anbieterin handelnde Personen gelten Art. 15 Abs. 1 und 2 BEHV-EBK sinngemäss (Art. 11 Abs. 1 UEV-UEK).

**5.2** Nach Art. 11 Abs. 1 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 sie beherrschenden Aktionären. Im Übrigen handeln gemäss Praxis der Übernahmekommission diejenigen Personen in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin, welche hinsichtlich des Unterbreitens eines öffentlichen Kauf- bzw. Umtauschangebots und dessen Bedingungen ihr Verhalten koordinieren bzw. sich über das Angebot und über dessen Bedingungen geeinigt haben (vgl. Empfehlung vom 28. April 2005 in Sachen *Swiss International Air Lines AG*, Erw. 2.2; Empfehlung vom 7. Oktober 1999 in Sachen *Tag Heuer International SA*, Erw. 3).

**5.3** Die IPB stellt in ihrem Gesuch (vgl. Sachverhalt lit. Q) das Begehren, es sei festzustellen, dass die Eichbaumaktionäre nicht als im Hinblick auf das Kaufangebot in gemeinsamer Absprache mit der IPB handeln oder als organisierte Gruppe gemäss Art. 11 Abs. 1 UEV-UEK gelten und dass dementsprechend Geschäfte der Eichbaumaktionäre in Beteiligungspapieren der Sarasin sowie in Derivaten (inkl. Optionen) und strukturierten Produkten auf solchen Beteiligungspapieren nicht unter den Gleichbehandlungsgrundsatz von Art. 10 UEV-UEK, insbesondere nicht unter die Best Price Rule von Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK, fallen. Eventualiter sei festzustellen, dass die Eichbaumaktionäre nur bis zum Vollzug (Closing II) des Kaufvertrags als im Hinblick auf das Kaufangebot in gemeinsamer Absprache mit der IPB handelnde Personen oder als organisierte Gruppe gemäss Art. 11 Abs. 1 UEV-UEK gelten.

Zur Begründung des Hauptantrages führt die IPB im Wesentlichen aus, dass die Eichbaumaktionäre mit der Ausübung des Kaufrechts durch die IPB den Grenzwert von 33 1/3% unterschreiten und daher – im Gegensatz zur IPB – nicht verpflichtet seien, ein Kaufangebot zu unterbreiten. Daher könne spätestens seit der Ausübung des Kaufrechts auch nicht mehr von einer abgestimmten Verhaltensweise der Eichbaumaktionäre mit der IPB gesprochen werden. Mit der Ausübung des Kaufrechts habe sich die Interessenlage der Parteien grundlegend gewandelt. Die Eichbaumaktionäre hätten nun den Austausch der Aktien gegen Bezahlung des Kaufpreises zum Ziel, nicht die Beherrschung der Sarasin oder ein Zusammenwirken mit der IPB hinsichtlich des Kaufangebots. Damit stünden die Eichbaumaktionäre nicht auf der Seite der IPB, sondern auf der Gegenseite. Es liege somit keine Koordination bzw. Einigung der Eichbaumaktionäre mit der IPB hinsichtlich des Unterbreitens des Kaufangebots und dessen Bedingungen vor. Die Eichbaumaktionäre hätten mit dem Kaufangebot der IPB nichts zu tun. Eine solche Koordination sei auch weder im Transaction Agreement, noch sonstwie vorgesehen. Zudem strebe die IPB bzw. die Rabobank keinen Erwerb der sich im Publikum befindenden Namenaktien B der Sarasin an, womit auch kein Interesse daran bestehe, den Kreis der in gemeinsamer Absprache handelnden Personen auf die Eichbaumaktionäre auszudehnen.

**5.4** Vorliegend gelten alle von der IPB direkt oder indirekt kontrollierten und alle die IPB direkt und indirekt kontrollierenden Gesellschaften und Personen sowie alle mit der IPB direkt oder indirekt unter gemeinsamer Kontrolle stehenden Gesellschaften und Personen, einschliesslich Sarasin und die von der Sarasin kontrollierten Gesellschaften als in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelnde Personen.

Bezüglich der Eichbaumaktionäre ist Folgendes anzufügen: Mit Empfehlung vom 26. März 2002 in Sachen Bank Sarasin & Cie AG, Erw. 2.4, wurde festgehalten, dass die Eichbaumaktionäre, die Eichbaum, die IPB und die Rabobank eine Gruppe im Sinne von Art. 27 BEHV-EBK bilden. Zudem hielt sie fest, dass durch die Ausübung des Kaufrechts die Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots im Sinne von Art. 32 Abs. 1 BEHG ausgelöst wird (vgl. auch Erw. 2.2). Demzufolge sind die Eichbaumaktionäre als Veräusserer vorliegend ab dem Zeitpunkt der Ausübung der Call Option der IPB für das vorliegende Angebot nicht als mit der Anbieterin in gemeinsamer Absprache handelnde Personen zu betrachten.

**5.5** Die Anbieterin hat nach Art. 12 Abs. 1 UEV-UEK die in gemeinsamer Absprache mit ihr handelnden Personen offen zu legen. Die IPB kommt dieser Verpflichtung in Ziffer 2.3 des Angebotsprospekts nach. Mit Bezug auf die in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelnden Personen entspricht der Angebotsprospekt auch im Übrigen den gesetzlichen Anforderungen. Die in gemeinsamer Absprache mit der IPB handelnden Personen sind den in Art. 12 UEV-UEK statuierten Pflichten unterworfen. Die Prüfstelle hat zu prüfen, ob diese Personen ihren diesbezüglichen Pflichten nachkommen.

## **6. Gleichbehandlungsprinzip, insbesondere Best Price Rule**

### **6.1 Allgemein**

Das Prinzip der Gleichbehandlung ist ein wesentlicher Grundsatz des Börsenrechts (Art. 1 BEHG) und insbesondere auch des Übernahmerechts (Art. 1 UEV-UEK). Der im Übernahmerecht statuierte Gleichbehandlungsgrundsatz sieht unter anderem in Art. 24 Abs. 2 BEHG vor, dass die Anbieterin nach Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung (vgl. Empfehlung in Sachen *Société Immobilière Genevoise* vom 5. Mai 1999, Erw. 2.1) die Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art gleich zu behandeln hat.

Die Best Price Rule gemäss Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK ist eine der Konsequenzen bzw. Konkretisierungen des Gleichbehandlungsgrundsatzes. Gemäss dieser Bestimmung 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. Gemäss Praxis der Übernahmekommission gilt diese Regel bereits ab Veröffentlichung der Voranmeldung während der ganzen Dauer des Angebots und während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist (siehe u.a. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Visionen*, Erw. 4).

Im vorliegenden Fall wurde in der Empfehlung I festgestellt, dass die Sarasin bereits ab Veröffentlichung der Voranmeldung als mit der Anbieterin in gemeinsamer Absprache handelnde Person zu betrachten ist (vgl. Empfehlung I, Erw. 5.4). Demzufolge ist sie grundsätzlich beim Erwerb von eigenen Aktien an die Pflicht zur Einhaltung der Best Price Rule gebunden.

### **6.2 Market Making**

**6.2.1** Die Gesuchstellerinnen beantragen in ihrem Gesuch, es sei festzustellen, dass Eigengeschäfte der Sarasin im Rahmen des von der Sarasin betriebenen Market Making in Namenaktien B im Umfang von maximal 25% des durchschnittlichen Tagesvolumens, das die Namenaktien B in den jeweils 30 vorangehenden Börsentagen im börslichen Handel erzielt haben, pro Handelstag und einem gesamten Nostrobestand für das Market Making von maximal + 0.20% (long) und – 0.20% (short) aller ausgegebenen Namenaktien B, nicht unter den Gleichbehandlungsgrundsatz, insbesondere die Best Price Rule fallen.

Zur Begründung führen die Gesuchstellerinnen im Wesentlichen aus, dass die Sarasin das Market Making zwecks Vermeidung von Preisausschlägen und Handelsunterbrüchen sowie Gewährleistung von Liquidität in den Namenaktien B betreibt. Die entsprechenden Transaktionen der Sarasin als Market Maker würden nicht nach freiem Ermessen abgeschlossen, sondern von den jeweils geltenden Marktbedingungen bestimmt. Es handle sich um ein „echtes“ Market Making, da sich die Käufe und Verkäufe mittelfristig im gleichen Rahmen bewegen würden und innerhalb der jeweils bestehenden Market Making Limite und nicht systematisch einseitig in Richtung Kauf oder Verkauf ausgerichtet seien. Eine Auslagerung des Market Making würde nur im Auftragsverhältnis möglich sein, da eine andere Bank nicht bereit sein dürfte, die entsprechenden Risiken eines Market Making in fremden Aktien auf eigene Rechnung zu tragen. In der Vergangenheit sei das Market Making Nostro mit einer Limite von CHF 2'500'000 ausgestattet gewesen, was bei heutigen Kursen rund 750 Namenaktien B entspreche.

**6.2.2** Vorliegend wird das Market Making von der Zielgesellschaft selber vorgenommen. Wie bereits erwähnt (vgl. Erw. 6.1.3), handelt die Zielgesellschaft in gemeinsamer Absprache mit der

Anbieterin. Somit ist die Best Price Rule auf Eigengeschäfte der Sarasin, wie das von ihr betriebene Market Making, anwendbar. Zur Zeit bewegt sich der Börsenkurs der Namenaktie B deutlich über dem Angebotspreis. Es ist also davon auszugehen, dass Käufe im Rahmen des Market Making nur über dem Angebotspreis erfolgen könnten. Auch wenn das Market Making von den Marktbedingungen bestimmt wird, besteht für die Zielgesellschaft innerhalb der im Antrag vorgeschlagenen Limite (vgl. Erw. 6.2.1) trotzdem ein erhebliches Ermessen. Zwar ist das Interesse der Sarasin, den Eintritt unerwünschter Preisausschläge und Handelsunterbrüche zu vermeiden, durchaus legitim. Es bestehen jedoch keine zwingenden gesetzlichen Bestimmungen, welche die Sarasin zur Vornahme des Market Making verpflichten würden. Auch im Bereich der Selbstregulierung an der SWX wird – mit Ausnahme des Sponsored Segments, wo eine Pflicht zur Vornahme von Market Making besteht – keine Pflicht der kotierten Gesellschaften zum Market Making statuiert. Andere zwingenden Gründe sind nicht ersichtlich und werden von den Gesuchstellerinnen auch nicht geltend gemacht. Ein allfälliger Handelsunterbruch (stop trading) oder allfällige unerwünschte Preisausschläge rechtfertigen noch keine Ausnahme von der Best Price Rule. Damit ist vorliegend kein genügender Grund für das Aufrechterhalten des Market Making bzw. für einen Eingriff in die Preisbildung durch Aktienkäufe über dem Angebotspreis während des Best Price Rule-relevanten Zeitraums gegeben. Die Tatsache, dass die Sarasin sich aufgrund der Übernahme in einer besonderen Lage befindet, hat zur Folge, dass sie während dieser Phase gewisse Einschränkungen in ihrer Handlungsfähigkeit zu dulden hat. Im Übrigen ist die Sarasin auch Vertragspartei des Transaction Agreements und hat auch die damit zusammenhängenden Konsequenzen zu tragen. Das Interesse der Sarasin an der Weiterführung ihrer Market Making-Tätigkeit während des Best Price Rule-relevanten Zeitraums vermag daher das Interesse an der Einhaltung der Best Price Rule nicht zu überwiegen.

**6.2.3** Da vorliegend keine zwingenden Gründe ersichtlich sind, welche eine Ausnahme von der Best Price Rule für das Market Making rechtfertigen würden, ist der Antrag der Gesuchstellerinnen abzulehnen.

### **6.3 Absicherung von Optionen (Delta Hedging)**

**6.3.1** Die Gesuchstellerinnen beantragen weiter in ihrem Gesuch, es sei festzustellen, dass Eigengeschäfte der Sarasin zur Absicherung (Delta Hedging) der von der Sarasin bereits ausgegebenen und künftig auszugebenden Optionen auf Namenaktien B der Sarasin nicht unter das Gleichbehandlungsprinzip, insbesondere die Best Price Rule fallen.

Zur Begründung führen die Gesuchstellerinnen im Wesentlichen aus, dass die Zielgesellschaft vor der Veröffentlichung der Voranmeldung verschiedene Optionen auf Namenaktien B der Sarasin ausgegeben habe. Die entsprechenden Optionsfristen würden auch während der Gleichbehandlungsfrist weiterlaufen. Im Weiteren beinhalte das Bankgeschäft der Sarasin auch Geschäfte in Namenaktien B, in Derivaten (inkl. Optionen) sowie in strukturierten Produkten auf Namenaktien B. Daher müsse die Sarasin auch während der Gleichbehandlungsfrist weiterhin in der Lage sein, Optionen auf Namenaktien B im bisherigen Rahmen auszugeben. Folge der Ausgabe von Optionen seien die entsprechenden Delta-Risikopositionen, welche sich aufgrund ändernder Parameter (insbesondere Spot des Basistitels und implizite Volatilität) ergeben würden. Diese müssten auch während der Gleichbehandlungsfrist (weiterhin) bewirtschaftet werden können. Grundsätzlich gelte, dass ein Händler eine möglichst deltaneutrale Position anstrebe. Auch bei von Kunden initiierten Transaktionen in Derivaten und strukturierten Produkten würden sich die Delta-Risikopositionen verändern, weshalb Aktienkäufe und –verkäufe erforderlich würden, um eine möglichst deltaneutrale Position zu erhalten. Da jede Kursänderung der Namenaktie B auch das Positionsdelta beeinflusse, sei die Erlaubnis zum Handeln des Basiswerts aus Sicht des Risikomanagements zwingend erforderlich.

**6.3.2** Zur Zeit hat die Sarasin mehrere Optionen ausstehend, welche mehrheitlich *in the money* sind und deren Ausübung während der Best Price Rule-relevanten Zeit eintreten könnte. Es kann somit nicht ausgeschlossen werden, dass die Sarasin zur Erfüllung ihrer (potentiellen) Lieferverpflichtungen zusätzliche Aktien erwerben muss. Der Aufbau von Hedging Positionen dient der Absicherung von Vermögenspositionen gegen Kursrisiken und erfolgt grundsätzlich unabhängig vom Übernahmeangebot. Die Absicherung erfolgt vorliegend aufgrund vorgegebener Parameter, die einzelnen Mutationen (Kauf und Verkauf) im Bestand an eigenen Aktien werden aufgrund von Veränderungen der für das Hedging relevanten Parameter, insbesondere des Kurses des Basistitels und der Volatilität, nach festgelegten Kriterien durchgeführt. Die Gesuchstellerinnen haben gegenüber der Übernahmekommission zudem bestätigt, dass die vor Lancierung des Übernahmeangebots betriebene Hedging-Strategie und deren Parameter, keine Änderungen oder Anpassungen erfahren haben. Die mittels Hedging erworbenen Aktien werden von der Sarasin gehalten, damit diese ihren Verpflichtungen, d.h. die Lieferung der Titel an die Berechtigten bei der Ausübung der Derivate unter Minimierung der Kosten für die Sarasin, nachkommen kann. Werden diese Absicherungsgeschäfte zur Erfüllung von vertraglichen Pflichten gegenüber Dritten, d.h. nicht zugunsten der Anbieterin oder einer mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Person vorgenommen, liegen diese im Rahmen der Geschäftstätigkeit der Sarasin, zu welcher auch ein Risikomanagement und damit eine entsprechende Risikominimierung gehört. In diesem Rahmen können Absicherungsgeschäfte der Sarasin (Delta Hedging) von der Anwendung der Best Price Rule befreit werden. Die Ausnahme von der Best Price Rule kann jedoch nur für die gegenwärtig ausgegebenen Optionen auf Namenaktien B und somit hinsichtlich bereits bestehender Verpflichtungen der Sarasin gelten. Die Prüfstelle hat die Mutationen im Hedging-Bestand zu überwachen. Kein Raum besteht jedoch für Optionen, die zukünftig während des Best Price Rule-relevanten Zeitraums ausgegeben werden sollen, da die Sarasin keine Verpflichtung trifft, Optionen auf eigene Aktien auszugeben und zudem nicht auszuschliessen ist, dass durch eine Neuemission die Best Price Rule umgangen werden könnte.

**6.3.3** Zusammenfassend kann somit festgehalten werden, dass hinsichtlich bereits ausgegebener Optionen dem Antrag der Gesuchstellerinnen in Bezug auf das Hedging stattgegeben wird. Der Antrag der Gesuchstellerinnen bezüglich zukünftig auszugebender Optionen wird jedoch abgelehnt.

## **6.4 Erfüllung von Lieferverpflichtungen unter Optionen**

**6.4.1** Die Gesuchstellerinnen beantragen in ihrem Gesuch, es sei festzustellen, dass Eigengeschäfte der Sarasin im Rahmen des Vollzugs der von der Sarasin ausgegebenen Optionen auf Namenaktien B nicht unter den Gleichbehandlungsgrundsatz, insbesondere unter die Best Price Rule fallen.

Zur Begründung führen sie diesbezüglich aus, dass die Bank dank dem Delta Hedging in der Regel über eine genügende Anzahl Namenaktien B zur Erfüllung ihrer Lieferverpflichtungen für ausgeübte Optionen verfüge. Im Falle einer *ausserordentlichen Marktsituation* könnte die Zielgesellschaft jedoch verpflichtet sein, sich mit zusätzlichen Namenaktien B einzudecken. Dieser Erwerb erfolge nicht im Rahmen des Kaufangebots, sondern zur Sicherstellung der vertraglichen Verpflichtungen der Zielgesellschaft.

**6.4.2** Die Gesuchstellerinnen beantragen eine Ausnahme von der Best Price Rule für den Fall, dass eine ausserordentliche Marktsituation eintreten sollte. Sie definieren in ihrem Gesuch jedoch nicht, aufgrund welcher Kriterien eine solche aus ihrer Sicht vorliegen würde. Dies hätte bei Gewährung einer Ausnahme zur Folge, dass es im alleinigen Ermessen der Gesuchstellerinnen liegen würde, zu bestimmen, wann sie eine solche ausserordentliche Marktsituation als eingetreten erachten. Dies kann jedoch nicht dem alleinigen Ermessen der Sarasin überlassen werden. Es müssen

vielmehr konkrete Handlungen der Kunden, bzw. der Optionsberechtigten vorliegen, welche die rasche Bereitstellung der Aktien erforderlich machen. Zudem ist es gerade Sinn und Zweck des dynamischen Hedging, dem Eintreten einer solchen Situation (z.B. bei stark erhöhter Volatilität) vorzubeugen, so dass eine ausserordentliche Marktsituation nicht leichthin anzunehmen ist. Damit ist der Antrag der Gesuchstellerinnen abzulehnen. Sollten die Gesuchstellerinnen in Zukunft eine ausserordentliche Marktsituation als eingetreten betrachten, steht es ihnen aber frei, der Übernahmekommission ein entsprechendes Gesuch, unter Vorlage des alsdann relevanten Sachverhaltes, einzureichen. Die Übernahmekommission wird sich in diesem Fall in Kenntnis der zu diesem Zeitpunkt bestehenden Marktverhältnisse und relevanten Sachverhaltselemente dazu äussern.

## **6.5 Mitarbeiter-Beteiligungsprogramme und Aktien für Mitarbeiter-Jubiläen**

**6.5.1** Die Gesuchstellerinnen beantragen in ihrem Gesuch, es sei festzustellen, dass Eigengeschäfte der Sarasin zur Bereitstellung der im Rahmen von Mitarbeiter-Beteiligungsprogrammen der Sarasin Gruppe und für die Abgabe an Mitarbeiter der Sarasin Gruppe bei Dienstjubiläen erforderlichen Namenaktien B bis maximal 2'000 Stück und Optionen auf Namenaktien B bis maximal 4'000 Stück sowie Eigengeschäfte zur Absicherung (Delta Hedging) dieser maximal 4'000 Optionen auf Namenaktien B nicht unter das Gleichbehandlungsprinzip, insbesondere nicht unter die Best Price Rule fallen.

Zur Begründung führen die Gesuchstellerinnen aus, dass die Mitglieder der Geschäftsleitung und übrigen Mitarbeiter der Sarasin Gruppe im Rahmen der jährlichen Entschädigung die Möglichkeit hätten, Namenaktien B sowie Optionen auf Namenaktien B zu beziehen. Zudem würden Mitarbeitern bei Dienstjubiläen Namenaktien B zu einem Vorzugspreis zum Bezug angeboten, was sich aus dem Mitarbeiterreglement ergebe. Zur Erfüllung der damit verbundenen Verpflichtungen sei die Sarasin darauf angewiesen, jährlich eine bestimmte Anzahl Namenaktien B kaufen zu können und die ausgegebenen Optionen mittels Delta-Hedging abzusichern. Schätzungsweise würde die Sarasin für das Mitarbeiterprogramm 2007 insgesamt rund 1'500 Namenaktien B sowie insgesamt 4'000 Optionen auf Namenaktien B benötigen. Für die Ausgabe von Jubiläumsaktien erwarte die Sarasin einen Bedarf von 500 Namenaktien B. Der Erwerb der entsprechenden Namenaktien B erfolge ausschliesslich zur Sicherstellung vertraglicher Verpflichtungen.

**6.5.2** Bestehen, wie im vorliegenden Fall, die Beteiligungspläne für Mitarbeiter schon vor der Lancierung des Angebots bzw. vor der Veröffentlichung der Voranmeldung und werden diese auch während der Dauer eines des Best Price Rule-relevanten Zeitraums weitergeführt, ist es gerechtfertigt, für die Beschaffung der erforderlichen Anzahl Aktien und die Zuteilung der Optionen auf Aktien eine Ausnahme von der Pflicht zur Einhaltung der Best Price Rule zu gewähren. Vorausgesetzt ist somit, dass das bewilligte Beteiligungsprogramm, inkl. der gültigen Zuteilungskriterien, im bestehenden Rahmen weitergeführt wird. Mit anderen Worten dürfen das Beteiligungsprogramm und deren Zuteilungskriterien nicht anlässlich des öffentlichen Kaufangebots abgeändert worden sein. Die Gesuchstellerinnen beantragen eine Ausnahme von der Best Price Rule für den Erwerb von 1'500 Aktien, die Ausgabe von Optionen auf Namenaktien B bis maximal 4'000 Stück. Die Anzahl der im Gesuch angegebenen Aktien bzw. Optionen liegt im Rahmen der in den vergangenen Jahren von der Sarasin an Mitarbeiter vergebenen Namenaktien B bzw. Optionen auf Namenaktien B. Diese Ausführungen gelten sinngemäss auch für die beantragten 500 Namenaktien B hinsichtlich der Dienstjubiläen. Für das Hedging im Zusammenhang mit Optionen für die Mitarbeiter ist auf die Erwägung 6.3.2 dieser Empfehlung zu verweisen, wobei vorliegend das Hedging auch für Optionen vorgenommen werden darf, die künftig im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen und Dienstjubiläen ausgegeben werden.

**6.5.3** Somit ist festzuhalten, dass dem Antrag der Gesuchstellerinnen im Zusammenhang mit der Zuteilung von Aktien und Optionen für bestehende Mitarbeiterbeteiligungsprogramme und Dienstjubiläen wie im bisherigen Rahmen stattgegeben wird. Die Prüfstelle hat die Transaktionen in diesem Zusammenhang zu überprüfen.

## **6.6 Sarasin Fondsleitungsgesellschaften und von ihnen verwaltete Anlagefonds, Sarasin Fondsgesellschaften**

**6.6.1** Die Gesuchstellerinnen beantragen in ihrem Gesuch, es sei festzustellen, dass Geschäfte in Namenaktien B sowie in Derivaten (inkl. Optionen) und strukturierten Produkten auf Namenaktien B auftrags der nachfolgend aufgeführten Fondsleitungsgesellschaften (Fondsleitungsgesellschaften, (i) bis (iv)) für Rechnung der von den Fondsleitungsgesellschaften verwalteten Anlagefonds bzw. für Rechnung der nachfolgend aufgeführten Fondsgesellschaften (Fondsgesellschaften, (v) und (vi)) nicht unter den Gleichbehandlungsgrundsatz von Art. 10 UEV-UEK, insbesondere nicht unter die Best Price Rule von Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK, fallen:

- (i) Sarasin Investmentfonds AG, Basel;
- (ii) Sarasin Expertise SA, Paris;
- (iii) Sarasin Funds Management (Guernsey) Ltd., Guernsey;
- (iv) Sarasin Investment Funds Ltd., London;
- (v) Sarasin Investments Fonds SICAV, Luxemburg; und
- (vi) Sarasin Multi Label SICAV, Luxemburg.

Zur Begründung führen die Gesuchstellerinnen aus, dass die im Antrag genannten Geschäfte als Kundengeschäfte im Sinne der Empfehlung I, Dispositiv Ziffer 2, zu qualifizieren seien, selbst wenn diese Anlagefonds durch Fondsleitungsgesellschaften verwaltet und die entsprechenden Aufträge von Fondsleitungsgesellschaften erteilt würden, welche die Sarasin kontrolliere oder auf welche die Sarasin einen massgeblichen Einfluss habe. Dasselbe gelte für entsprechende Geschäfte für Rechnung von Fondsgesellschaften, welche die Sarasin kontrolliere oder auf welche die Sarasin einen massgebenden Einfluss habe. Die Fondsleitungsgesellschaften und die Fondsgesellschaften würden eigenständig handeln und seien keine im Hinblick auf ein Angebot mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelnde Personen. Die geschäftsführenden Personen der Fondsleitung und der Depotbank müssten gemäss Art. 28 Abs. 2 KAG und Noten 21 ff. EBK-RS 96/5 von der jeweils anderen Gesellschaft unabhängig sein. Bei den meisten Sarasin-Fonds würden die Fondsleitungsgesellschaften zwar die Sarasin mit dem Portfolio Management beauftragen, was unter anderem auch die Anlageentscheide umfasse. Dies sei gemäss Note 14 EBK-RS 96/5 aber zulässig und der Portfolio Manager sei verpflichtet, bei seiner Tätigkeit ausschliesslich die Interessen der Anleger bzw. der Fonds zu wahren. Im Übrigen würden zur Zeit lediglich zwei Fonds der Sarasin (SaraSwiss und Swiss Small & Mid Caps) Bestände in Namenaktien B aufweisen. Zudem seien die, von diesen Fonds gehaltenen Bestände an Namenaktien B mit bloss 195 bzw. 122 Aktien sehr gering. Die Fondsleitungsgesellschaften und die von ihnen verwalteten Anlagefonds und die Fondsgesellschaften seien deshalb Kunden und entsprechende Geschäfte der Sarasin als Depotbank in Namenaktien B als Kundengeschäfte zu qualifizieren.

**6.6.2** Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass Fondsleitungsgesellschaften von den Depotbanken unabhängig sind. Vorliegend handelt es sich jedoch um eine besondere Situation, da die Anlageentscheide von den Fondsleitungsgesellschaften an die Sarasin delegiert worden sind. Selbst wenn also die Fondsleitungsgesellschaften im Rahmen der anlagefondrechtlichen Regulierung als von der Depotbank unabhängig gelten, kann vorliegend aufgrund dieser Delegation aus übernahmerechtlicher Sicht nicht mehr davon ausgegangen werden, dass die Anlageentscheide unabhängig

getroffen werden. Zwar werden die Anlageentscheide für die verschiedenen Fonds oder Fondsgesellschaften im Interesse der Anleger bzw. der Fonds und für Rechnung der Fonds getätigt. Dies schliesst jedoch nicht aus, dass Anlageentscheide von der Sarasin beeinflusst werden könnten. Zudem ist es für die Sarasin und die Fonds bzw. Fondsgesellschaften durchaus zumutbar, während des Best Price Rule-relevanten Zeitraums davon abzusehen, Käufe von Namenaktien B vorzunehmen. Der Antrag wird daher abgewiesen.

## **7. Bedingungen**

**7.1** 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). Die im Angebotsprospekt enthaltenen Bedingungen sind bereits in der Voranmeldung enthalten.

**7.2** Ein öffentliches Kaufangebot darf grundsätzlich nur an aufschiebende Bedingungen geknüpft werden, deren Eintritt die Anbieterin selbst nicht massgeblich beeinflussen kann (Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK). Diese Bestimmung untersagt der Anbieterin, das Angebot an praktisch unerfüllbare Bedingungen zu knüpfen, so dass das Angebot nur durch den Verzicht auf den Eintritt der Bedingung zustande kommen würde. Falls die Anbieterin aufgrund der Art der aufschiebenden Bedingung einen Beitrag zu deren Eintritt leisten kann, hat sie alle ihr zumutbaren Massnahmen zu ergreifen, damit die Bedingung eintritt. Ein öffentliches Kaufangebot kann ausnahmsweise auch an auflösende Bedingungen geknüpft werden. Diejenigen Bedingungen, die nach Ablauf der Angebotsfrist eintreten, benötigen das Einverständnis der Übernahmekommission (Art. 13 Abs. 4 UEV-UEK). Dieses wird grundsätzlich unter der Voraussetzung gegeben, dass der Anbieterin aus der Resolutivbedingung Vorteile erwachsen, welche die daraus resultierenden Nachteile für die Angebotsempfänger deutlich zu überwiegen vermögen (vgl. Empfehlung vom 16. April 2003 in Sachen *Centerpulse AG*, Erw. 5).

**7.3** Gemäss Art. 32 Abs. 2 BEHV-EBK darf ein Pflichtangebot sodann ausser aus wichtigen Gründen nicht an Bedingungen geknüpft werden.

Nachstehend wird zu den Bedingungen im vorliegenden öffentlichen Kaufangebot der IPB Stellung genommen.

**7.3.1 Bedingung 1** sieht den Erhalt der erforderlichen Bewilligungen aller in- und ausländischen Finanzmarktaufsichtsbehörden zum Vollzug des Kaufvertrags ohne wesentliche Auflagen oder Bedingungen vor.

Mit Empfehlung I wurde die Anbieterin verpflichtet, die Bedingung (i) und (ii) (im Angebotsprospekt Bedingung 1 und 2) dahingehend zu präzisieren und zu ergänzen, dass ausdrücklich definiert wird, was als „wesentliche Auflage oder Bedingung“ qualifiziert (vgl. Empfehlung I, Erw. 4.3). Vorliegend wurden die Bedingungen entsprechend der Empfehlung I im Angebotsprospekt hinsichtlich der Qualifikation, wann eine „wesentliche Auflage oder Bedingung“ vorliegt, ergänzt. Als wesentliche Auflagen oder Bedingungen gelten gemäss Angaben der Anbieterin in Ziffer 1.7 des Angebotsprospekts „[...] alle Umstände oder Ereignisse, die nach Ansicht einer reputierten, von der IPB benannten, unabhängigen Revisionsgesellschaft oder Investmentbank allein oder zusammen mit anderen Umständen oder Ereignissen, welche mit diesen Auflagen oder Bedingungen in Zusammenhang stehen: 1. in den Geschäftsjahren 2007 oder 2008 eine Reduktion des konsolidierten Gewinns bzw. eine Erhöhung des konsolidierten Verlusts der Sarasin und / oder der Rabobank vor

Zinsen und Steuern (EBIT) um einen Betrag, der 20% oder mehr des EBIT der Sarasin für das Jahr 2006 entspricht, oder 2. in den Geschäftsjahren 2007 oder 2008 eine Reduktion des konsolidierten Bruttoertrags der Sarasin und / oder der Rabobank um einen Betrag, der 5% oder mehr des konsolidierten Bruttoertrags der Sarasin für das Jahr 2006 entspricht, oder 3. eine Reduktion des konsolidierten Eigenkapitals der Sarasin und / oder der Rabobank per 31. Dezember 2007 oder 31. Dezember 2008 um einen Betrag, der 10% oder mehr des konsolidierten Eigenkapitals der Sarasin per 31. Dezember 2006 entspricht, verursachen oder voraussichtlich verursachen werden.“

Es stellt sich vorab die Frage, ob die Bedingung 1 in einem Pflichtangebot, wie vorliegend der Fall, zulässig ist.

In Bedingung 1 wird die Genehmigung einer Behörde angeführt, die aber umfangmässig nicht die gleichen Auswirkungen zeitigen darf, wie sie in den klassischen *Material Adverse Change-Klauseln* („MAC-Klausel“) vorgesehen sind. Grundsätzlich sind Bedingungen in Bezug auf den Erhalt der erforderlichen Genehmigungen durch die zuständigen Wettbewerbsbehörden regelmässig auch bei Pflichtangeboten und auch auflösend zulässig. Hintergrund der Zulassung solcher Bedingungen auch bei Pflichtangeboten ist, dass bei Vorliegen eines Verbots dieser Behörden die Weiterführung bzw. der Vollzug eines Angebots nicht mehr möglich ist. Vorliegend wäre eine Weiterführung bzw. ein Vollzug des Angebots selbst bei Vorliegen eines Genehmigungsentscheids und/oder einer Freistellungsbescheinigung unter Auflagen oder Bedingungen weiterhin möglich. Für eine MAC-Klausel besteht jedoch im Rahmen eines Pflichtangebots in der Regel kein Raum (vgl. Empfehlung vom 31. Oktober 2006 in *Sachen Saurer AG – Angebotsprospekt*, Erw. 7.5; Empfehlung vom 28. April 2005 in *Sachen Swiss International Airlines AG*, Erw. 4.3.3.2). Im vorliegenden Fall liegt indessen eine besondere Konstellation vor. Wie sich aus dem Transaction Agreement ergibt, wird der Eigentumsübergang an den die Kontrolle vermittelnden Eichbaum Aktien erst nach Vollzug des durch die Ausübung des Kaufrechts begründeten Kaufvertrags und damit erst nach Vorliegen der relevanten Bewilligungen aller in- und ausländischen Finanzmarktaufsichtsbehörden erfolgen. Die Tatsache, dass eine Parallelität zwischen der im Transaction Agreement vorgesehenen Vollzugsbedingung und der im öffentlichen Kaufangebot vorgesehenen Bedingung 1 besteht, führt dazu, dass bei deren Nichteintritt nicht nur kein öffentliches Kaufangebot, sondern auch kein Vollzug des Kaufvertrags, damit kein Eigentumsübergang der die Kontrolle vermittelnden Eichbaum Aktien und auch kein Überschreiten des angebotspflichtigen Grenzwertes stattfinden würde. Bei Vorliegen einer derartigen Parallelität kann eine solche Klausel zugelassen werden.

Ferner ist zu prüfen, ob die vorliegende Bedingung die Voraussetzungen des Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK erfüllt. Die Übernahmekommission hat solche Bedingungen, d.h. MAC-Klauseln, in ihrer Praxis stets zugelassen, wenn die von der Anbieterin genannten Einbussen bei Umsatz oder Gewinn bzw. Kosten ein gewisses minimales Ausmass hatten (vgl. Empfehlung vom 26. März 1999 in *Sachen Stratec Holding*, Erw. 3; Empfehlung vom 19. März 2003 in *Sachen Disetronic*, Erw. 6.2.1; Empfehlung vom 16. April 2003 in *Sachen Centerpulse*, 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 Postestativbedingung würde. Gemäss der Praxis der Übernahmekommission sind die Einbussen dann als wesentlich zu betrachten, wenn sie bei EBIT und Eigenkapital mindestens 10% bzw. mindestens 5% des Umsatzes der Konzernrechnung betragen. Die Anbieterin gibt als Einbusse bezüglich des EBIT 20% oder mehr, des konsolidierten Eigenkapitals 10% oder mehr und des Bruttoertrages, d.h. des Umsatzes 5% oder mehr an. Vorliegend sind somit die Anforderungen an die Wesentlichkeit eingehalten. Was allerdings die Auswirkungen auf das Geschäftsjahr 2008 anbelangt, ist folgender *Vorbehalt* anzubringen: Solche können unter dieser Bedingung nur insofern als relevant betrachtet

werden, als der Vollzug des vorliegenden Angebots aufgrund einer Verzögerung in der Erteilung der behördlichen Bewilligung mit Zustimmung der Übernahmekommission soweit hinaus geschoben würde, dass sich die von der Behörde auferlegten Auflagen oder Bedingungen tatsächlich auf das Geschäftsjahr 2008 auswirken würden.

In Bezug auf die Wesentlichkeit ist allerdings Folgendes festzuhalten: Im vorliegenden Fall ist Bedingung 1 sowohl als aufschiebende als auch als auflösende Bedingung nur unter der *Auflage* zulässig, dass die Wesentlichkeit der Auflagen oder Bedingungen im Transaction Agreement nicht so ausgelegt wird, dass höhere Schwellenwerte als die im Angebot festgelegten zum Nichtvollzug des Kaufvertrags führen. In anderen Worten darf nicht der Kaufvertrag vollzogen und gleichzeitig Abstand vom Angebot wegen Nichteintritt der Bedingung 1 genommen werden.

**7.3.2** Bedingung 2 sieht den Erhalt der erforderlichen Bewilligungen, Freistellungsbescheinigungen oder Unbedenklichkeitserklärungen aller in- und ausländischen Wettbewerbsbehörden zum Vollzug des Kaufvertrags ohne wesentliche Auflagen oder Bedingungen vor.

Hier kann vollumfänglich sinngemäss auf die Erwägung 7.3.1 verwiesen werden. Bedingung 2 ist unter derselben Auflage und demselben Vorbehalt auch als aufschiebende und auflösende Bedingung zulässig.

**7.3.3** Bedingung 3 sieht vor, dass kein behördliches oder gerichtliches Verbot des Vollzugs des Kaufvertrags ergangen ist.

Gemäss Praxis der Übernahmekommission ist eine solche Bedingung auch als auflösende Bedingung zulässig (vgl. Empfehlung II vom 31. Oktober 2006 in Sachen *Saurer AG* – Angebotsprospekt, Erw. 7.4). Gemäss Art. 32 Abs. 2 lit. a BEHV-EBK ist eine solche Bedingung auch im Falle eines Pflichtangebots gestattet.

## **8. Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft**

### **8.1 Jahres- oder Zwischenabschluss**

**8.1.1** 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.

**8.1.2** 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 vom 30. Juni 2004 in Sachen *Scintilla AG*, Erw. 6.1.4 sowie Empfehlung vom 13. September 2004 in Sachen *Bon appétit Group AG*, Erw. 6.1.1).

**8.1.3** 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 Verwaltungsrat 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.

**8.1.4** Der letzte von der Sarasin publizierte Halbjahresbericht ist derjenige per 30. Juni 2006. Die Sarasin beabsichtigt, den geprüften Jahresbericht für das Geschäftsjahr 2006 am 13. März 2007 vor Börsenbeginn zu publizieren. Zudem bestätigt der Verwaltungsrat in seinem Bericht, dass seit dem 31. Dezember 2006 und der Veröffentlichung des Verwaltungsratsberichts keine wesentlichen, nicht veröffentlichten Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten eingetreten sind (vgl. Angebotsprospekt, Ziff. 8). Die Praxis der Übernahmekommission sieht vor, dass der Jahresabschluss bzw. Zwischenabschluss spätestens 10 Börsentage vor Ablauf der Angebotsfrist zu veröffentlichen ist. Die Angebotsfrist läuft am 26. März 2007 ab, womit diesem Erfordernis, im Falle der Publikation des Jahresberichts am 13. März 2007 vor Börsenbeginn, Genüge getan ist. Sollte die Zielgesellschaft diesem Erfordernis nicht nachkommen, wird die Übernahmekommission die Angebotsfrist allenfalls entsprechend zu verlängern haben. (vgl. Empfehlung vom 13. Dezember 2005 in Sachen *Berna Biotech AG*, Erw. 6.1.4; Empfehlung vom 28. Juni 2005 in Sachen *Gornergrat Bahn AG*, Erw. 6.1.4).

## **8.2 Interessenkonflikte / Fairness Opinion**

**8.2.1** 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 Abgangsschädigung erhalten und wie hoch diese ist. Die Angaben müssen individuell erfolgen (vgl. u.a. Empfehlung vom 13. Dezember 2005 in Sachen *Berna Biotech AG*, Erw. 6.2.2).

**8.2.2** 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 vom 23. März 2006 in Sachen *Amazys Holding AG*, Erw. 7.2.3).

**8.2.2.1** Der Verwaltungsrat der Sarasin setzt sich aus folgenden Mitgliedern zusammen: Georg F. Kraye (Präsident), Christian Brückner (Vizepräsident), Diederik J.M.G. Baron van Slingelandt (Vizepräsident), Christoph Ammann (Mitglied), Philip Baumann (Mitglied), Hans-Rudolf Hufschmid (Mitglied), Peter E. Merian (Mitglied) und Thomas van Rijckevorsel (Mitglied). Georg F. Kraye, Philip Baumann, Hans-Rudolf Hufschmid und Peter E. Merian haben als Aktionäre der Eichbaum der Anbieterin im Jahr 2002 das Kaufrecht zum Erwerb der Aktien der Eichbaum eingeräumt. Diederik J.M.G. Baron van Slingelandt und Thomas van Rijckevorsel sind aufgrund eines Mandatsvertrages mit der Rabobank im Verwaltungsrat der Sarasin vertreten. Diederik J.M.G. Baron van Slingelandt ist ehemaliges Mitglied der Geschäftsleitung der Rabobank und Thomas van Rijckevorsel ist ehemaliges Direktionsmitglied der Rabobank-Gruppe.

Die Geschäftsleitung der Sarasin setzt sich aus folgenden Mitgliedern zusammen: Joachim Strähle (CEO), Franz K. von Meyenburg, Matthias Hassels, Fidelis Götz, Andreas Sarasin, Eric Sarasin und Marco Weber.

Gemäss Bericht des Verwaltungsrates besteht die Absicht, Bert Heemskerk und Sipko Schat, als Vertreter der Rabobank-Gruppe, anlässlich der nächsten Generalversammlung zur Wahl in den Verwaltungsrat vorzuschlagen. Bert Heemskerk und Sipko Schat sollen Diederik J.M.G. Baron van Slingelandt und Thomas van Rijckevorsel ersetzen. Bert Heemskerk und Sipko Schat sind Mitglieder des Executive Committee der Rabobank. Bert Heemskerk ist zudem deren CEO. Zudem wird das Verwaltungsratsmitglied Philip Baumann an der kommenden ordentlichen Generalversammlung auf eine Wiederwahl in den Verwaltungsrat verzichten. Diederik J.M.G. Baron van Slingelandt und Thomas van Rijckevorsel werden – gemäss Verwaltungsratsbericht – keine Abgangsentschädigung erhalten. Weiter führt der Bericht aus, dass die Bedingungen und Rechtsverhältnisse mit den Verwaltungsratsmitgliedern unverändert bleiben und keine weiteren Änderungen in der Zusammensetzung des Verwaltungsrates beabsichtigt sind. Das Geschäftsleitungsmitglied Frank K. von Meyenburg wird, gemäss Verwaltungsratsbericht, per 1. Mai 2007 aus der Geschäftsleitung der Sarasin ausscheiden, wobei er keine Abgangsentschädigung erhalten wird. In absehbarer Zukunft sei geplant, ein weiteres Geschäftsleitungsmitglied zu bestimmen. Der Bericht hält weiter fest, dass dem Verwaltungsrat von der Rabobank-Gruppe bestätigt worden sei, dass keine Absicht bestehe, die Geschäftsleitung der Sarasin nach Abschluss des Kaufangebots neu zusammenzusetzen oder die Bedingungen der Arbeitsverträge bzw. Beteiligungspläne der Geschäftsleitungsmitglieder zu ändern.

**8.2.2.2** Gemäss Bericht des Verwaltungsrats der Sarasin befinden sich die Verwaltungsratsmitglieder – mit Ausnahme von Christoph Ammann und Christian Brückner – in einem Interessenkonflikt. Diesem Umstand Rechnung tragend wurde zur Beurteilung des vorliegenden Kaufangebots ein Ausschuss bestehend aus den Verwaltungsratsmitgliedern Christoph Ammann und Christian Brückner gebildet.

Der Verwaltungsratsbericht hält zur Unabhängigkeit des Ausschusses fest, dass Christoph Ammann und Christian Brückner, unter Vorbehalt der bestehenden Verwaltungsratsmandate der Sarasin, mit der Anbieterin oder mit einer mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Person in keiner vertraglichen Beziehung stehen und ihre Mandate auch sonst nicht nach Instruktion der Anbieterin oder einer mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnde Person ausüben, weder im Allgemeinen noch im Zusammenhang mit der Erstellung des Verwaltungsratsberichts. Christoph Ammann und Christian Brückner seien weder Organ noch Arbeitnehmer von Gesellschaften, welche über wesentliche Geschäftsbeziehungen zur Anbieterin oder zu einer mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Person verfügen. Zudem wird im Bericht festgehalten, dass Christoph Ammann keine Aktien der Sarasin und Christian Brückner 55 Namenaktien B der Sarasin halten. Keiner von beiden verfüge über Optionen auf Aktien der Sarasin.

Damit kann festgehalten werden, dass ein genügender Nachweis für die tatsächliche Unabhängigkeit von Christoph Ammann und Christian Brückner erbracht wurde. Demzufolge sind diese im Stande, frei von Interessenkonflikten zum öffentlichen Kaufangebot der IPB Stellung zu nehmen.

**8.2.2.3** Der unabhängige Ausschuss des Verwaltungsrats der Sarasin hat die KPMG AG, Zürich („KPMG“), damit 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 KPMG 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.

### **8.3 Abwehrmassnahmen**

**8.3.1** Der Verwaltungsrat hat in seinem Bericht anzugeben, welche Abwehrmassnahmen die Zielgesellschaft zu ergreifen beabsichtigt (Art. 30 Abs. 2 UEV-UEK). Gegebenenfalls hat er die Beschlüsse der Generalversammlung zu erwähnen, welche in Anwendung von Art. 29 Abs. 2 BEHG gefasst wurden.

**8.3.2** Der Verwaltungsratsbericht hält fest, dass die Sarasin nicht beabsichtige, Abwehrmassnahmen zu ergreifen. Auch die Generalversammlung habe keine Beschlüsse in Anwendung von Art. 29 Abs. 2 BEHG gefasst. Der von der Sarasin am 22. Januar 2007 bekannt gegebene Verkauf per 15. Februar 2007 von Teilen ihrer Brokerage-Aktivitäten an die Neue Zürcher Bank, Zürich („NZB“), unter gleichzeitigem Erwerb eines Anteils von 20% und einer Option auf weitere 20% am bestehenden Aktienkapital der NZB Holding sei im Einvernehmen mit der IPB beschlossen worden. Der Transaktionsumfang liege weit unter 10% der konsolidierten Bilanzsumme der Sarasin. Der mit den veräusserten Brokerage-Aktivitäten erzielte Nettoertrag beläuft sich gemäss Angaben im Bericht auf weniger als 2% des konsolidierten Nettoertrages (Nettoumsatz) der Sarasin. Der Verkauf an die NZB habe einen Abbau von rund 20 Stellen zur Folge. Einen Teil der betreffenden Mitarbeiter würde die NZB übernehmen.

**8.3.3** Der Verkauf von Teilen der Brokerage-Aktivitäten der Sarasin an die NZB als auch der Erwerb eines Anteils von 20% und einer Option auf weitere 20% am bestehenden Aktienkapital der NZB Holding belaufen sich auf weniger als 10% der konsolidierten Bilanzsumme. Der Verkauf von Teilen der Brokerage-Aktivitäten der Sarasin an die NZB beläuft sich zudem auf weniger als 2% des konsolidierten Nettoertrages (Nettoumsatz) der Sarasin. Die Transaktion bewirkt keine wesentlichen Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten der Sarasin. In Anbetracht der Grössenordnung dieser Transaktion, welche weit unter dem gesetzlichen Rahmen liegt, ist sie nicht als unzulässige Abwehrmassnahme zu qualifizieren.

### **8.4 Übrige Informationen**

In Bezug auf die Offenlegung weiterer Informationen entspricht der Verwaltungsratsbericht den gesetzlichen Anforderungen.

### **8.5 Nachführungspflicht des Verwaltungsrats und der Anbieterin**

Den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft trifft in Bezug auf seinen Bericht und die Anbieterin in Bezug auf den Angebotsprospekt grundsätzlich eine *Nachführungspflicht*. Erlangt der Verwaltungsrat nach Publikation seines Berichts bzw. die Anbieterin nach Publikation des Angebotsprospekts Kenntnis neuer Informationen bzw. Tatsachen, die für die Entscheidungsfindung der Empfänger des

Angebots wesentlich sind, so müssen solche Informationen in Ergänzung des Berichts des Verwaltungsrats bzw. des Angebotsprospekts in derselben Form publiziert werden.

## **9. Befreiung von der Karenzfrist**

Legt eine Anbieterin ein Angebot vor seiner Veröffentlichung samt Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft der Übernahmekommission zur Prüfung vor, so befreit diese die Anbieterin grundsätzlich von der Pflicht zur Einhaltung der Karenzfrist (Art. 14 Abs. 2 UEV-UEK).

Die IPB erfüllt durch Vorlage des Angebotsprospekts und des Verwaltungsratsberichts vor dessen Publikation die Voraussetzungen von Art. 14 Abs. 2 UEV-UEK und kann daher von der Pflicht zur Einhaltung der Karenzfrist befreit werden.

## **10. Publikation**

Die vorliegende Empfehlung wird in Anwendung von Art. 23 Abs. 3 BEHG am Tag der Publikation des Angebotsprospekts, d.h. am 20. Februar 2007, auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.

## **11. Gebühr**

**11.1** Das Angebot umfasst maximal 323'070 Namenaktien B der Sarasin zum Angebotspreis von CHF 3'687.50. Der Wert des gesamten Angebots liegt somit bei CHF 1'191'320'625. Gemäss Art. 62 Abs. 1 und 2 UEV-UEK wird folglich eine Gebühr von CHF 200'000 zu Lasten der Anbieterin erhoben. Davon wird die in der Empfehlung I erhobene Gebühr von CHF 30'000 (s. Empfehlung I, Erw. 7 und Ziff. 4 des Dispositivs) in Abzug gebracht. Die Gebühr zu Lasten der IPB beträgt somit CHF 170'000.

**11.2** In Anwendung von Art. 23 Abs. 5 BEHG und Art. 62 Abs. 5 UEV-UEK wird für die Behandlung des vorliegenden Gesuchs eine Gebühr zulasten der Sarasin erhoben. Der Ausschuss setzt die Gebühr auf CHF 10'000 fest.

**Gestützt auf diese Erwägungen erlässt die Übernahmekommission die folgende Empfehlung:**

1. Das öffentliche Kaufangebot der IPB Holding B.V., Utrecht, Niederlande, an die Aktionäre der Bank Sarasin & Cie AG, Basel, entspricht dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995.
2. Die Übernahmekommission gewährt folgende Ausnahme von der Übernahmeverordnung (Art. 4 UEV-UEK): Befreiung von der Pflicht zur Einhaltung der Karenzfrist (Art. 14 Abs. 2 UEV-UEK).
3. Die Übernahmekommission gewährt unter der in Erw. 7.3.1 und 7.3.2 genannten Auflage und dem genannten Vorbehalt ihre Zustimmung zu den auflösenden Bedingungen (Art. 13 Abs. 4 UEV-UEK).
4. Es wird festgestellt, dass die Aktionäre der Eichbaum Holding AG, Basel, nicht als im Hinblick auf das Kaufangebot in gemeinsamer Absprache mit der IPB Holding B.V. handelnde Personen oder als organisierte Gruppe gemäss Art. 11 Abs. 1 UEV-UEK gelten und dass dementsprechend Geschäfte der Eichbaumaktionäre in Beteiligungspapieren der Bank Sarasin & Cie AG sowie Derivaten (inkl. Optionen) und strukturierten Produkten auf solchen Beteiligungspapieren nicht unter den Gleichbehandlungsgrundsatz von Art. 10 UEV-UEK, insbesondere nicht unter die Best Price Rule von Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK, fallen.
5. Der Antrag der Bank Sarasin & Cie AG und der IPB Holding B.V. betreffend Feststellung, dass Eigengeschäfte der Bank Sarasin & Cie AG im Rahmen des von der Bank Sarasin & Cie AG betriebenen Market Making in Namenaktien B der Bank Sarasin & Cie AG im Umfang von maximal 25% des durchschnittlichen Tagesvolumens, das die Namenaktien der Bank Sarasin & Cie AG in den jeweils 30 vorangegangenen Börsentagen im börslichen Handel und einem gesamten Nostrobestand für das Market Making von maximal +0.20% (long) und -0.20% (short) aller ausgegebenen Namenaktien B der Bank Sarasin & Cie AG nicht unter den Gleichbehandlungsgrundsatz von Art. 10 UEV-UEK, insbesondere nicht unter die Best Price Rule von Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK fallen, wird abgelehnt.
6. Es wird festgestellt, dass Eigengeschäfte der Bank Sarasin & Cie AG zur Absicherung (Delta Hedging) der von der Bank Sarasin & Cie AG bereits ausgegebenen Optionen auf Namenaktien B der Bank Sarasin & Cie AG nicht unter den Gleichbehandlungsgrundsatz von Art. 10 UEV-UEK, insbesondere nicht unter die Best Price Rule von Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK fallen, sofern diese Absicherungsgeschäfte zur Erfüllung von vertraglichen Pflichten gegenüber Dritten, d.h. nicht zugunsten der Anbieterin oder einer mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Person vorgenommen werden. Der Antrag betreffend das Hedging künftig auszugebender Optionen auf Namenaktien B der Bank Sarasin & Cie AG wird abgelehnt. Die Prüfstelle hat das Hedging zu überwachen.
7. Der Antrag der Bank Sarasin & Cie AG und der IPB Holding B.V. betreffend Feststellung, dass im Falle einer ausserordentlichen Marktsituation, Eigengeschäfte der Bank Sarasin & Cie AG im Rahmen des Vollzugs der von der Bank Sarasin & Cie AG ausgegebenen Optionen auf Namenaktien B der Bank Sarasin & Cie AG nicht unter den Gleichbehandlungsgrundsatz von Art. 10 UEV-UEK, insbesondere nicht unter die Best Price Rule von Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK fallen, wird abgelehnt.

8. Es wird festgestellt, dass Eigengeschäfte der Bank Sarasin & Cie AG zur Bereitstellung im Rahmen von Mitarbeiter-Beteiligungsprogrammen der Sarasin Gruppe und für die Abgabe an Mitarbeiter der Sarasin Gruppe bei Dienstjubiläen erforderlichen Namenaktien B der Bank Sarasin & Cie AG bis maximal 2000 Stück und Optionen auf Namenaktien B der Bank Sarasin & Cie AG bis maximal 4000 Stück sowie Eigengeschäfte zur Absicherung (Delta Hedging) dieser maximal 4'000 Optionen auf Namenaktien B der Bank Sarasin & Cie AG nicht unter den Gleichbehandlungsgrundsatz von Art. 10 UEV-UEK, insbesondere nicht unter die Best Price Rule von Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK fallen. Die Prüfstelle hat die entsprechenden Transaktionen zu überwachen.
9. Der Antrag der Bank Sarasin & Cie AG und der IPB Holding B.V. betreffend Feststellung, dass Geschäfte in Namenaktien B der Bank Sarasin & Cie AG sowie in Derivaten (inkl. Optionen) und strukturierten Produkten auf Namenaktien B der Bank Sarasin & Cie AG auftrags der Fondsleitungsgesellschaften (vgl. Erwägung 6.6.1) für Rechnung der von den Fondsleitungsgesellschaften verwalteten Anlagefonds bzw. für Rechnung der Fondsgesellschaften (vgl. Erwägung 6.6.1) nicht unter den Gleichbehandlungsgrundsatz von Art. 10 UEV-UEK, insbesondere nicht unter die Best Price Rule von Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK fallen, wird abgelehnt.
10. Diese Empfehlung wird am Tag der Publikation des Angebotsprospekts, d.h. am 20. Februar 2007, auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.
11. Die Gebühr zu Lasten der IPB Holding B.V., Utrecht, Niederlande, beträgt CHF 170'000.
12. Die Gebühr zu Lasten der Bank Sarasin & Cie AG, Basel, beträgt CHF 10'000.

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:

- IPB Holding B.V., Utrecht, Niederlande (durch ihren Vertreter);
- Bank Sarasin & Cie AG (durch ihren Vertreter);
- Eidgenössische Bankenkommision;
- die Prüfstelle (zur Kenntnisnahme).