

Selnaustrasse 30  
Postfach  
CH - 8021 Zürich

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

## EMPFEHLUNG II

vom 15. Juli 2008

### Öffentliches Tauschangebot der IAWS Group plc via ARYZTA AG (vormals ANPHI Holding AG) für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Hiestand Holding AG – Voranmeldung / Angebotsprospekt und Verwaltungsratsbericht

**A.** Hiestand Holding AG (**Hiestand**) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Lupfig (AG). Sie verfügt über ein Aktienkapital von CHF 531'930, eingeteilt in 531'930 voll liberierte Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 1. Die Namenaktien sind im Hauptsegment der SWX Swiss Exchange (**SWX**) kotiert (SWX: HIEN).

**B.** IAWS Group plc (**IAWS**) ist eine irische Gesellschaft mit Sitz in Dublin. Die IAWS-Aktien sind in Irland und Grossbritannien kotiert und werden an der Irish und der London Stock Exchange gehandelt.

**C.** ARYZTA AG (**ARYZTA**) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich. Sie verfügt über ein Aktienkapital von CHF 100'000, eingeteilt in 5'000'000 Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 0.02. ARYZTA wird zu 100% von IAWS kontrolliert. Bis zum 9. Juni 2008 firmierte ARYZTA unter ANPHI Holding AG.

**D.** IAWS hält über ihre zu 100% kontrollierte Tochtergesellschaft Blixen Limited (Irland) 32% der Stimmrechte und des Kapitals von Hiestand. Sie ist damit deren grösste Aktionärin. Eine Beteiligung von 31.96% hält die Private Equity-Gesellschaft Lion Capital LLP (**Lion Capital**). IAWS und Lion Capital (über ihre Tochtergesellschaft Lion/Hotel Dutch 1 B.V.) haben am 7. Juni 2008 ein Share Purchase Agreement (**SPA**) über den Erwerb der Lion Capital-Beteiligung durch IAWS geschlossen. Nach Vollzug dieses Vertrags wird IAWS über eine Beteiligung von rund 64% der Stimmrechte und des Kapitals von Hiestand verfügen.

**E.** IAWS und Hiestand haben beschlossen, ihre Geschäfte unter dem Dach der ARYZTA zu vereinigen. Im Hinblick darauf haben sich IAWS, ARYZTA und Hiestand am 7. Juni 2008 in einem Business Combination Agreement (**BCA**) über die einzelnen Transaktionsschritte geeinigt. IAWS und ARYZTA hatten der Übernahmekommission (**UEK**) die Transaktion zuvor zur Prüfung einiger übernahmerechtlicher Aspekte unterbreitet. Die UEK äusserte sich zu den entsprechenden Fragen in **Empfehlung I** vom 6. Juni 2008.

**F.** Bis zum heutigen Zeitpunkt sind folgende Schritte der im BCA vereinbarten Transaktion erfolgt:

1. IAWS und Lion Capital haben am 7. Juni 2008 ein SPA über den Kauf/Tausch der 170'000 von Lion Capital indirekt gehaltenen Hiestand-Aktien (entsprechend 31.96% der Stimmrechte) abgeschlossen. Anders als ursprünglich geplant (vgl. Empfehlung I, lit. F Ziff. 1), ist direkte Vertragspartei von IAWS die Lion Capital-Tochtergesellschaft Lion/Hotel Dutch 1 B.V., Amsterdam, Niederlande, und das SPA bezieht sich unmittelbar auf die Hiestand-

Aktien. Lion Capital erhält für ihre 170'000 Hiestand-Aktien 12'700'000 IAWS-Aktien und EUR 30 Mio. als Barabgeltung. Die Bekanntgabe des SPA erfolgte wie vorgesehen am Morgen des 9. Juni 2008.

2. Gleichzeitig mit der Bekanntgabe des SPA hat IAWS ein „Scheme of Arrangement“-Verfahren gemäss Section 201 des irischen Companies Act 1963 (**Scheme**) mit ARYZTA in Gang gesetzt. Dieses Verfahren steht unter der Aufsicht des Irish High Court. In diesem Verfahren sollen sämtliche Aktien der IAWS vernichtet und an ARYZTA neu ausgegeben werden. Im Gegenzug erhalten die bisherigen IAWS-Aktionäre jeweils für 1 IAWS Aktie 0.5 ARYZTA-Aktien. Im Ergebnis führt es zu einem Tausch der bisherigen IAWS-Aktien durch ARYZTA-Aktien.
3. Die Voranmeldung des öffentlichen Tauschangebots erfolgte wie vorgesehen am 9. Juni 2008 in den elektronischen Medien. Am 11. Juni 2008 folgte die Publikation der Voranmeldung in NZZ und Le Temps. An Stelle der Durchführung eines typischen öffentlichen Tauschangebots soll Hiestand mittels Absorptionsfusion gemäss Art. 3 Abs. 1 lit. a i.V.m. Art. 4 Abs. 1 lit. a FusG in ARYZTA fusionieren. Die Hiestand-Aktionäre erhalten dabei für 1 Hiestand-Aktie 36 ARYZTA-Aktien.
4. Die obersten Leitungsorgane von IAWS, ARYZTA und Hiestand haben am 7. Juni 2008 den Fusionsvertrag und am 27. Juni 2008 den Fusionsbericht unterzeichnet. Die als Fusionsprüferin eingesetzte KPMG AG hat ihren Bericht ebenfalls am 27. Juni 2008 fertig gestellt.

**G.** Folgende Schritte der im BCA vereinbarten Transaktion sind noch durchzuführen:

1. Der Vollzug des SPA und damit die Übertragung der Lion-Beteiligung an Hiestand auf IAWS erfolgt voraussichtlich Ende Juli oder Anfangs August 2008.
2. Der Abschluss des Scheme durch Ausgabe von ARYZTA-Aktien an die früheren IAWS-Aktionäre ist für die zweite Hälfte August 2008 geplant.
3. Die Beschlussfassungen der Generalversammlungen von ARYZTA und Hiestand hinsichtlich Fusion sollen nach Vollzug des SPA voraussichtlich am 10. August 2008 erfolgen.
4. Am Ende der Transaktion erfolgt die Kotierung der ARYZTA-Aktie sowohl an der SWX als auch an der irischen Börse.

**H.** Das BCA fällt dahin, wenn die Transaktion am 31. Oktober 2008 nicht vollzogen ist.

**I.** Das in der Voranmeldung angekündigte Austauschverhältnis beträgt 36 ARYZTA-Aktien pro Hiestand-Aktie. Die Prüfstelle PricewaterhouseCoopers (**PwC**) hat in ihrem gemäss Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK i.V.m. Art. 24 Abs. 5 UEV-UEK erstellten Bewertungsbericht vom 7. Juni 2008 bereits festgehalten, dass damit die Mindestpreisregeln gemäss Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK eingehalten sind.

**J.** Die UEK hat in Empfehlung I festgestellt, dass das vorangemeldete Tauschangebot auf dem Weg der Fusion von Hiestand mit ARYZTA durchgeführt werden kann, dabei die Grundprinzipien des Übernahmerechts eingehalten werden müssen und dass aber auch in diesem Fall die üblichen Angebotsdokumente zu publizieren sind (Empfehlung I, Erw. 1.1 und 1.3). Der entsprechende Angebotsprospekt und der Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft werden voraussichtlich am 17. Juli 2008 publiziert und wurden der Übernahmekommission vorab zur Prüfung unterbreitet. Die Prüfstelle PwC hat ihren Prüfstellenbericht zum Angebot samt den erforderlichen Bestätigungen abgegeben.

**K.** Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus den Herren Luc Thévenoz (Präsident), Walter Knabenhans und Henry Peter gebildet.

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

### **1. Voranmeldung**

1. Die Publikation der Voranmeldung erfolgte in den elektronischen Medien am 9. Juni 2008 vor Börsenbeginn und enthielt sämtliche gemäss Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK geforderten Angaben. Die Publikation in den Tageszeitungen erfolgte rechtzeitig innerhalb von drei Börsentagen am 11. Juni 2008, womit die Voranmeldung ihre Wirkungen am 9. Juni 2008 entfaltet.

### **2. Einhaltung der Bestimmungen über den Mindestpreis**

#### **2.1 Allgemeines**

2. Das Angebot ist zwar – solange das SPA zwischen IAWS und Lion Capital nicht vollzogen ist – freiwillig, bezieht sich aber auf alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Zielgesellschaft und überschreitet somit den Grenzwert von 33 1/3 % der Stimmrechte. Folglich gelangen die Bestimmungen über den Mindestpreis (Art. 10 Abs. 5 UEV-UEK i.V.m. Art. 32 Abs. 4 und 5 BEHG sowie Art. 37 – 43 BEHV-EBK) zur Anwendung. Der Angebotspreis muss gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat („Preis des vorausgegangenen Erwerbs“).

3. Die Abgeltung des Angebotspreises kann durch Barzahlung oder durch Tausch gegen Beteiligungspapiere geleistet werden (Art. 39 Abs. 2 BEHV-EBK).

#### **2.2 Angebotener Preis pro Hiestand-Aktie**

4. IAWS bietet den Hiestand-Aktionären pro Hiestand-Aktie 36 ARYZTA-Aktien an. Zur Beurteilung dieses Angebots unter den übernahmerechtlichen Mindestpreisbestimmungen muss der Wert der ARYZTA-Aktie in CHF bestimmt werden. Da die ARYZTA-Aktie nicht kotiert ist, bedarf es hierfür der Bewertung durch die Prüfstelle gemäss Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK i.V.m. Art. 24 Abs. 5 UEV-UEK.

5. Die Prüfstelle hat gemäss ihrem Bewertungsbericht (vgl. oben lit. I) für die ARYZTA-Aktie nach Einbringung der IAWS und der Hiestand in die ARYZTA einen Wert von CHF 50.32 ermittelt und gibt folglich den Wert des Angebots der IAWS an die Hiestand-Aktionäre mit CHF 1'811.69 an.

#### **2.3 Börsenkurs und Preis des vorausgegangenen Erwerbs**

6. Gemäss Art. 37 Abs. 1 und 2 BEHV-EBK entspricht der massgebliche Börsenkurs dem volumengewichteten Durchschnittskurs (**VWAP**) der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung der Voranmeldung. Der entsprechende VWAP der Hiestand-Namenaktie am Freitag, 6. Juni 2008 nach Börsenschluss betrug gemäss Bewertungsbericht CHF 1'770.36 und gemäss Publikation auf der Website der SWX 1'769.68. Diese Abweichung ergibt sich daraus, dass die Prüfstelle den VWAP aufgrund der kumulierten Tagesvolumen und den jeweiligen Schlusskursen berechnet hat. Der von der SWX berechnete und unter [http://www.swx.com/market/statistics/historical\\_prices/download\\_de.html](http://www.swx.com/market/statistics/historical_prices/download_de.html) abrufbare VWAP wird aufgrund der einzelnen Abschlüsse und der effektiv bezahlten Preise berechnet. Die UEK stellt grundsätzlich auf den von der SWX berechneten VWAP ab. Im vorliegenden Fall ist diese Abweichung jedoch unproblematisch, zumal der Angebotspreis in jedem Fall über dem berechneten VWAP liegt.

7. Unter den für den Preis des vorausgegangenen Erwerbs relevanten „zwölf letzten Monaten“ i.S.v. Art. 32 Abs. 4 BEHG sind gemäss Art. 38 Abs. 1 BEHV-EBK die zwölf Monate vor Veröffentlichung der Voranmeldung zu verstehen. Der höchste von IAWS und der mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen in den letzten zwölf Monaten vor dem 9. Juni 2008 bezahlte Preis ist

gemäss dem Bericht der Prüfstelle der mit Lion Capital vereinbarte Preis von 12'700'000 IAWS-Aktien und EUR 30 Mio. als Barabgeltung für deren Hiestand Paket (vgl. oben lit. F.1). Umgerechnet entspricht dies gemäss Bewertungsbericht der Prüfstelle einem Preis pro Hiestand-Aktie von CHF 2'258.78. Der Angebotspreis von CHF 1'811.69 liegt 19.8% und damit weniger als 25% unter diesem Preis. Dass es sich beim Kauf des Lion Capital-Pakets um vorausgegangenen Erwerb handelt, wenn das SPA vor der Voranmeldung abgeschlossen wird, wurde bereits in Empfehlung I festgestellt (Empfehlung I, Dispositiv-Ziffer 2).

8. Zusammenfassend kann daher festgestellt werden, dass die Bestimmungen zum Mindestpreis eingehalten sind.

### 3. Best Price Rule

9. Gemäss Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. c UEV-UEK dürfen die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen nach Veröffentlichung des Angebots keine Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis bzw. dem Wert des Angebots liegenden Preis erwerben, ohne diesen allen Empfängern des Angebots anzubieten (sog. **Best Price Rule**). Gemäss Praxis der Übernahmekommission gilt diese Regel ab Veröffentlichung der Voranmeldung während der ganzen Dauer des Angebots und während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist (vgl. u.a. Empfehlung vom 28. November 2005 in Sachen *Société Montreux-Palace SA*, Erw. 5).

10. Bei Tauschangeboten schwankt der für die Best Price Rule massgebliche Angebotspreis in CHF mit den Kursänderungen der zum Umtausch angebotenen Titel (vgl. Empfehlung VIII vom 9. November 2007 i.S. *Atel Holding AG*, Erw. 6). Die vorliegend zum „Tausch angebotenen“ ARYZTA-Titel sind nicht kotiert und haben daher auch keinen Börsenkurs. Zu beachten ist allerdings, dass der Tausch gegen ARYZTA-Titel wirtschaftlich mit dem Tausch gegen Titel der IAWS – die ja in die ARYZTA eingebracht wird – identisch ist. Die IAWS-Titel sind kotiert und haben einen Börsenkurs. Daher sind vorliegend die Kursschwankungen der IAWS-Aktie für die Best Price Rule zu berücksichtigen. Da die IAWS-Aktionäre pro Aktie 0.5 ARYZTA-Titel und die Hiestand-Aktionäre pro Aktie 36 ARYZTA-Titel erhalten (vgl. oben lit. F.3), ist dabei auf ein Umtauschverhältnis Hiestand:IAWS von 1:72 abzustellen. Bei einem Erwerb von Hiestand-Titeln durch IAWS, ARYZTA oder mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnde Personen ausserhalb des Angebots darf folglich der 72-fache Börsenkurs der IAWS-Aktie im Zeitpunkt der Transaktion nicht überschritten werden.

11. Im Zeitpunkt des Vollzugs des Angebots bzw. der geplanten Fusion wird der für die Best Price Rule massgebliche Preis sodann fixiert. Ab Vollzug entspricht der massgebliche Preis also dem 72-fachen Börsenkurs der IAWS-Aktie im Zeitpunkt des Vollzugs (vgl. Empfehlung VIII vom 9. November 2007 i.S. *Atel Holding AG*, Erw. 6.2).

12. Die Prüfstelle hat zu bestätigen, dass die Bestimmungen über die Best Price Rule von allen zu deren Einhaltung Verpflichteten eingehalten wurden (Art. 27 UEV-UEK).

### 4. Handeln in gemeinsamer Absprache

13. Die Anbieterin hat nach Art. 12 Abs. 1 UEV-UEK die in gemeinsamer Absprache mit ihr handelnden Personen offen zu legen. Die Anbieterin führt diese Personen in ihrem Angebotsprospekt in lit. C Ziff. 11 auf. In Bezug auf die in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelnden Personen entspricht der Angebotsprospekt den gesetzlichen Anforderungen. Die in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelnden Personen sind den in Art. 12 UEV-UEK statuierten Pflichten unterworfen. Die Prüfstelle hat zu prüfen, ob diese Personen ihren diesbezüglichen Pflichten nachkommen.

## 5. Bedingungen

### 5.1 Unterscheidung Angebotsbedingungen und Fusionsbedingungen

14. Vorliegendes Angebot wird atypischerweise nicht durch ein ordentliches Angebot, sondern mittels Fusion durchgeführt (vgl. Empfehlung I, Erw. 1). Die Fusion steht als solche notwendigerweise unter gewissen Bedingungen, z.B. unter der Bedingung, dass die Generalversammlungen der beteiligten Gesellschaften zustimmen. Die Bedingungen der Fusion sind im Angebotsprospekt unter lit. B Ziff. 7 aufgeführt. Davon zu unterscheiden sind die Bedingungen, unter denen das Angebot steht. Diese werden im Angebotsprospekt in Anhang 1 wiedergegeben und sind im Folgenden zu prüfen.

### 5.2 Angebotsbedingungen

15. Das Angebot als solches ist an folgende Bedingungen geknüpft:

- „a) *Das Scheme muss vom Irish High Court genehmigt und die gerichtliche Verfügung dem irischen Registrar of Companies eingereicht worden sein.*
- b) *Alle kartellrechtlichen Wartefristen, welche vorliegend für den Erwerb von Hiestand durch die Anbieterin und IAWS in Betracht kommen, sind abgelaufen oder wurden beendet und alle zuständigen nationalen, internationalen und supranationalen Fusionskontrollbehörden haben dem Erwerb von Hiestand durch die Anbieterin zugestimmt und/oder diesen nicht untersagt bzw. eine Freistellungsbescheinigung erteilt, ohne dass ihnen oder ihren Konzerngesellschaften Auflagen oder Bedingungen auferlegt wurden, die zu wesentlichen nachteiligen Auswirkungen führen; als "**wesentliche nachteilige Auswirkungen**" gelten dabei alle Umstände oder Ereignisse, welche, nach Ansicht einer renommierten, von der Anbieterin benannten, unabhängigen Revisionsgesellschaft oder Investmentbank alleine oder zusammen mit anderen Umständen oder Ereignissen auf Jahresbasis dazu geeignet sind, zu einer Reduktion:*
  - i. *des konsolidierten Betriebsergebnisses vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Wertberichtigungen (EBITDA) von Hiestand um 10 % oder mehr; oder*
  - ii. *des konsolidierten Umsatzes von Hiestand um 5 % oder mehr; oder*
  - iii. *konsolidierten Eigenkapitals von Hiestand um 10 % oder mehr.*

*Die obigen Prozentsätze orientieren sich an der konsolidierten Jahresrechnung von Hiestand für das Geschäftsjahr 2007.*
- c) *Kein Gericht und keine Behörde hat einen Entscheid oder eine Verfügung erlassen, die den Vollzug dieses Tauschangebots (inklusive Scheme) verhindert, verbietet oder für unzulässig erklärt.*
- d) *Die ARYZTA Aktien wurden für die Kotierung am Hauptsegment der SWX Swiss Exchange vorbehaltlich deren Ausgabe zugelassen, und sind für die Kotierung in Irland genehmigt worden.“*

16. Gemäss Art. 9 Abs. 1 UEV-UEK muss das Angebot den Konditionen der Voranmeldung entsprechen. Im Angebotsprospekt genannte Bedingungen müssen deshalb bereits in der Voranmeldung enthalten sein (Art. 7 Abs. 2 lit. f UEV-UEK). Dies ist vorliegend der Fall.

17. Bedingungen sind nur zulässig, wenn der Anbieter ihren Eintritt nicht massgeblich beeinflussen kann (Art. 13 Abs. 1 Satz 1 UEV-UEK). Die vorliegenden Bedingungen erfüllen dieses Kriterium und die Bedingungen sind somit grundsätzlich zulässig. Soweit IAWS und ARYZTA auf die Bedingungen

Einfluss nehmen können, haben sie aber alle ihnen zumutbaren Massnahmen zu ergreifen, damit die Bedingungen eintreten (vgl. Art. 13 Abs. 1 Satz 2 UEV-UEK).

18. Art. 13 UEV-UEK unterscheidet zwischen aufschiebenden und auflösenden Bedingungen und lässt letztere nur ausnahmsweise zu (Art. 13 Abs. 1 und 4 UEV-UEK). Gemäss Praxis der UEK hat die Anbieterin denn im Prospekt auch ausdrücklich zu bezeichnen, ob die jeweiligen Bedingungen aufschiebend oder (auch) auflösend zu verstehen sind. Vorliegend fehlen diese Angaben zwar, dies lässt sich aber mit der Durchführung des Angebots mittels Fusion erklären: Sofern die Fusion vollzogen wird, entfallen nämlich die Angebotsbedingungen. Darauf weist der Angebotsprospekt denn auch hin, indem die Angebotsbedingungen in einem Anhang wiedergegeben und eingeleitet werden mit dem Satz: „*Falls die Fusion nicht vollzogen werden sollte, beabsichtigen ARYZTA und IAWS, mit dem Tauschangebot auf der Grundlage von nachfolgenden Bedingungen fortzufahren*“.

19. Sollte dieser Fall – Nichtvollzug der Fusion – eintreten, wird die UEK sich zur Frage, ob die Angebotsbedingungen aufschiebend und auflösend zulässig sind, in einer weiteren Empfehlung äussern. Dies zumal im Fall des Nichtvollzugs der Fusion ohnehin eine Neu Beurteilung des Angebots erforderlich wäre.

20. Schliesslich ist darauf hinzuweisen, dass IAWS mit dem Vollzug des SPA mit Lion Capital (vgl. oben lit. D und G.1) die Schwelle von 33 1/3% der Stimmrechte an Hiestand überschreiten wird, womit sich das gegenwärtig noch freiwillige Angebot gemäss Art. 32 Abs. 1 BEHG zu einem Pflichtangebot wandelt. Ab diesem Zeitpunkt sind Bedingungen nur noch aus wichtigen Gründen zulässig (vgl. Art. 32 Abs. 2 BEHV-EBK). Sollten IAWS und ARYZTA nach Vollzug des SPA dennoch an den Bedingungen festhalten wollen, wäre zu prüfen, ob solche wichtigen Gründe vorliegen.

## **6. Zusätzliche Angaben im Falle eines öffentlichen Umtauschangebots**

21. Gemäss Art. 24 UEV-UEK hat der Angebotsprospekt im Fall von öffentlichen Umtauschangeboten zusätzliche Angaben zu enthalten. IAWS und ARYZTA kommen diesem Erfordernis nach: Der Angebotsprospekt enthält in lit. C Ziff. 4 eine Beschreibung der ARYZTA-Aktien (Art. 24 Abs. 1 UEV-UEK). In Anhang 2 Ziff. 7 wird darauf hingewiesen, dass die 3 letzten Jahresberichte und der Zwischenbericht von der Website von IAWS heruntergeladen werden können (Art. 24 Abs. 2 UEV-UEK). In Anhang 2 Ziff. 9 wird bestätigt, dass mit Ausnahme des Abschlusses des BCA seit dem 31. Januar 2008, dem Stichtag des letzten Zwischenabschlusses der IAWS, keine wesentlichen Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten von IAWS eingetreten sind (Art. 24 Abs. 3 UEV-UEK). In lit. B Ziff. 5 wird die Kursentwicklung von IAWS über die letzten 3 Jahre aufgezeigt (Art. 24 Abs. 4 UEV-UEK), und in lit. B Ziff. 4 wird auf die Bewertung der Prüfstelle hingewiesen und dargelegt, wo der Bewertungsbericht bezogen werden kann (Art. 24 Abs. 5 UEV-UEK).

## **7. Stellungnahme des Verwaltungsrates**

### **7.1 Information über laufende Geschäfte nach BEHG und FusG**

#### **7.1.1 Praxis der UEK zur Information über den Geschäftsgang**

22. Gemäss dem in Art. 29 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK vorgesehenen Grundsatz hat der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft alle Informationen zu enthalten, die notwendig sind, damit die Empfänger des Angebotes ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können.

23. Nach ständiger Praxis der UEK ist der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft gestützt auf diesen Grundsatz verpflichtet, die ihm bekannten und nicht veröffentlichten Angaben über den Gang der laufenden Geschäfte offen zu legen.

24. Der Verwaltungsrat hat dabei einen aktuellen Zwischenabschluss zu erstellen, wenn der Bilanzstichtag des letzten veröffentlichten Jahres- oder Zwischenberichts der Zielgesellschaft am Ende der Angebotsfrist mehr als sechs Monate zurückliegt. Der Zwischenabschluss ist als Teil des Berichts des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft zu betrachten und entsprechend zu veröffentlichen (vgl. Empfehlung III vom 20. Dezember 2007 i.S. *Implemia AG*, Erw. 1.2.3).

25. 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 dem Stichtag des letzten veröffentlichten 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 (vgl. Empfehlung VIII vom 9. November 2007 i.S. *Atel Holding AG*, Erw. 7.2.3).

26. Da das vorliegende Angebot mittels einer Fusion durchgeführt werden soll, ist zu prüfen, ob diese Praxis ebenfalls zur Anwendung gelangt, oder ob auf die fusionsrechtlichen Regeln abgestellt werden kann.

#### **7.1.2 Zwischenabschluss und Informationspflicht nach Fusionsgesetz**

27. Gemäss Art. 11 FusG ist im Rahmen einer Fusion eine Zwischenbilanz zu erstellen, wenn im Zeitpunkt des Fusionsvertrags der letzte Bilanzstichtag mehr als sechs Monate zurück liegt oder seit Abschluss der letzten Bilanz (gemeint ist damit nach h.L. der Bilanzstichtag, BSK-FusG-Diem, Art. 11, N 10) wichtige Änderungen in der Vermögenslage der an der Fusion beteiligten Gesellschaften eingetreten waren. Mit dem Begriff „Zwischenbilanz“ meint das Gesetz einen handelsrechtlichen Zwischenabschluss i.S.V. Art. 662 OR, bestehend aus Bilanz, Erfolgsrechnung und Anhang (von der Cro-ne et al., [www.fusg.ch/site/fusion/rechtliches/bilanz/](http://www.fusg.ch/site/fusion/rechtliches/bilanz/) m.w.H.)

28. Gemäss Art. 17 FusG muss der Verwaltungsrat einer an der Fusion beteiligten Gesellschaft die andere Gesellschaft über wesentliche Änderungen im Aktiv- oder Passivvermögen informieren, die zwischen dem Abschluss des Fusionsvertrags und der Beschlussfassung durch die Generalversammlung eingetreten sind. Die Verwaltungsräte der beteiligten Gesellschaften überprüfen darauf den Fusionsvertrag. Halten sie unverändert daran fest, so müssen sie in der Generalversammlung begründen, warum der Fusionsvertrag keiner Anpassung bedarf. Die überwiegende Lehre verlangt, dass im Rahmen dieser Begründung alle wesentlichen Änderungen im Aktiv- oder Passivvermögen gegenüber den Aktionären offen gelegt werden (BSK-FusG-Kühni, Art. 17 N 11e m.w.H.).

#### **7.1.3 Informationen über den Geschäftsgang im Entwurf des Verwaltungsratsberichts**

29. Hiestand stellt vorliegend auf die fusionsrechtliche Regelung ab. Der von Hiestand eingereichte Verwaltungsratsbericht enthält als Information über den laufenden Geschäftsgang lediglich folgenden Hinweis (Angebotsprospekt, lit. G Ziff. 4): „*Seit dem Abschluss des Fusionsvertrages am 7. Juni 2008 bis zum 15. Juli 2008 ist keine wesentliche Änderung im Aktiv- oder Passivvermögen der Hiestand im Sinne von Art. 17 FusG eingetreten.*“

30. Der Fusion zugrunde liegt seitens Hiestand die Bilanz vom 31. Dezember 2007. Der Übergang von Aktiven und Passiven der Hiestand auf ARYZTA erfolgt per 1. Januar 2008 (Fusionsvertrag Ziff. 2). Eine Zwischenbilanz nach Art. 11 FusG wurde nicht erstellt, da im Zeitpunkt des Abschlusses des Fusionsvertrags (7. Juni 2008) der letzte Bilanzstichtag nicht mehr als sechs Monate zurücklag und (offenbar) auch keine wichtigen Änderungen in der Vermögenslage eingetreten waren. Der Hinweis

im Entwurf des Verwaltungsratsberichts entspricht damit materiell dem Hinweis, dass seit dem Stichtag des letzten Jahresberichts keine wesentlichen Änderungen der Vermögenslage eingetreten sind.

#### **7.1.4 Vergleich zwischen Zwischenabschluss und Bestätigung nach BEHG und FusG**

31. Die Zwischenbilanz nach Art. 11 FusG dient – wenn sie nicht gleichzeitig auch als Fusionsbilanz verwendet wird – hauptsächlich der Information. Sie ermöglicht es, das aufgrund der Fusionsbilanz errechnete Umtauschverhältnis gestützt auf aktuelle Finanzaufstellungen zu überprüfen. Dementsprechend stützt sich auch der Fusionsprüfer bei der Erstellung seines Berichts nach Art. 15 Abs. 4 FusG auf Zwischenbilanzen, wenn solche zur Verfügung stehen (von der Crone et al., a.a.O.). Stehen keine Zwischenbilanzen zur Verfügung, so muss immerhin die Information gemäss Art. 17 FusG („keine wesentlichen Änderungen im Aktiv- oder Passivvermögen“) abgegeben werden.

32. Der fusionsrechtliche Zwischenabschluss und die fusionsrechtliche Bestätigung dienen damit ebenso wie die entsprechenden übernahmerechtlichen Institute (vgl. oben Erw. 7.1.1) der Information der betroffenen Aktionäre.

33. Im Rahmen eines ordentlichen öffentlichen Angebots würde die fusionsrechtliche Information gemäss der oben unter Erw. 7.1.1 skizzierten Praxis zu Art. 29 BEHG i.V.m. Art. 29 UEV-UEK allerdings nicht genügen. Dies zunächst, weil die übernahmerechtliche Praxis nicht nur die Information der Angebotsempfänger über wesentliche Änderungen der Vermögenslage verlangt, sondern darüber hinaus auch die Information über wesentliche Änderungen der Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten. Zudem wird der Stichtag des letzten Abschlusses der Hiestand (Jahresabschluss per 31. Dezember 2007) bereits bei Publikation des Prospekts über sechs Monate zurück liegen – bei einem ordentlichen Tauschangebot wäre die Erstellung eines aktuellen Zwischenabschlusses daher erforderlich.

34. Die UEK hat in ihrer Empfehlung I darauf hingewiesen, dass in Bezug auf Zeitpunkt, Form und Inhalt der Publikation der Angebotsdokumente den Besonderheiten der Durchführung des Angebots mittels Fusion Rechnung zu tragen sein wird (Empfehlung I, Rz. 14). Zu entscheiden ist vor diesem Hintergrund, ob der Verzicht auf die Publikation eines aktuellen Zwischenabschlusses vorliegend gerechtfertigt erscheint.

35. Dafür sprechen folgende Überlegungen:

36. Art. 29 BEHG i.V.m. Art. 29 UEV-UEK verlangen in genereller Weise, dass der Verwaltungsratsbericht alle Informationen enthält, die notwendig sind, damit die Empfänger des Angebotes ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können.

37. Weil eine bestimmtere Regel über die Information des Angebotsempfängers durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft für das ordentliche Angebot in Gesetz und Verordnung nicht besteht, greift die UEK auf den direkt nicht anwendbaren Art. 24 Abs. 3 UEV-UEK zurück. Die Voraussetzungen für das Erfordernis eines Zwischenabschlusses sind zudem auch in dieser analog anwendbaren Bestimmung nicht enthalten und wurden in der Praxis entwickelt.

38. Für die Fusion bestehen dagegen wie gesehen mit Art. 11 und 17 FusG konkrete gesetzliche Regeln, die dem Zweck dienen, den Aktionär derart zu informieren, dass er seine Entscheidung (an der Generalversammlung) in Kenntnis der Sachlage treffen kann. Die Anwendung der vor dem Hintergrund des Fehlens expliziter Regeln entwickelten Praxis zum ordentlichen Angebot erscheint aus dieser Sicht bei der Durchführung des Angebots mittels Fusion nicht zwingend.

39. Eine Rechtfertigung für die unterschiedlichen Informationsstandards bei (ordentlichem) Angebot und Fusion und insbesondere für die etwas weniger strenge fusionsrechtliche Regel zur Erstellung eines Zwischenabschlusses lässt sich im Institut der Ausgleichsklage gemäss Art. 105 FusG finden: Liegt nämlich entgegen der Information des Verwaltungsrates im Zeitpunkt der Beschlussfassung durch die Generalversammlung eine wesentliche Änderung im Aktiv- oder Passivvermögen gemäss



Art. 17 FusG vor, so können die betroffenen Aktionäre ihre (allfällige) Vermögenseinbusse auf Kosten der Gesellschaft beim Zivilrichter einklagen (vgl. BSK-BEHG-Dubs, Art. 105 N 12).

40. Das Institut der Ausgleichsklage steht den Aktionären auch bei der vorliegenden im Rahmen eines öffentlichen Angebots erfolgenden Fusion zur Verfügung. In der Presse haben einige Aktionäre denn auch bereits eine solche angekündigt. Bei der Durchführung mittels ordentlichen Angebots hätten sie diese Möglichkeit dagegen nicht.

41. Damit gewährleisten die fusionsrechtlichen Regeln betreffend Umfang der Information bei Durchführung eines Angebots mittels Fusion in genügender Weise, dass der Angebotsempfänger alle Informationen erhält, die notwendig sind, damit er seine Entscheidung (betreffend den Fusionsbeschluss) in Kenntnis der Sachlage treffen kann. Der entsprechende übernahmerechtliche Grundsatz von Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK wird folglich eingehalten.

42. Im Falle einer Angebotsänderung (Durchführung eines ordentlichen Angebots) würde jedoch die bewährte Praxis zur Anwendung gelangen und es wäre auf einen aktuellen Zwischenabschluss abzustellen.

## **7.2 Interessenkonflikte / Fairness Opinion**

43. Gemäss Art. 31 Abs. 1 UEV-UEK hat der Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft auf allfällige Interessenkonflikte von Mitgliedern des Verwaltungsrats und der 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 Geschäftsleitung zu gleichwertigen Bedingungen weitergeführt werden. Ansonsten sind die neuen Konditionen darzulegen. Verlassen 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 II vom 11. Januar 2008 in Sachen *Micro-Value AG*, Erw. 8.2.1).

44. Der Verwaltungsratsbericht kommt diesen Anforderungen in Ziff. 4 nach. Einer der fünf Hiestand-Verwaltungsräte befindet sich in einem Interessenkonflikt: Es handelt sich um Owen Killian, aufgrund seiner Stellung als CEO der IAWS.

45. 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. Empfehlung II vom 11. Januar 2008 in Sachen *MicroValue AG*, Erw. 8.1.2). Als Massnahmen kommen u.a. die Bildung eines Ausschusses, bestehend aus mindestens zwei unabhängigen Verwaltungsratsmitgliedern oder die Erstellung einer Fairness Opinion in Betracht.

46. Vorliegend hat Owen Killian an der Beschlussfassung über den Verwaltungsratsbericht nicht teilgenommen. Zudem hat Hiestand die Bank Sarasin & Cie AG beauftragt, eine Fairness Opinion zur Angemessenheit des Umtauschverhältnisses zu erstellen. Die dabei verwendeten Informationen und herangezogenen Bewertungsmethoden, die getroffenen Bewertungsannahmen und die angewandten Parameter sowie deren Herleitung werden darin offengelegt, so dass die Angebotsempfänger die Einschätzung der Expertin nachvollziehen können.

47. Mit diesen Massnahmen wird in geeigneter Weise vermieden, dass sich der Interessenkonflikt von Owen Killian zum Nachteil der Angebotsempfänger auswirkt.

## **7.3 Übrige Informationen**

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

## **8. Nachführungspflicht**

49. 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. Publikation**

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

## **10. Gebühr**

51. Das Angebot umfasst maximal 190'551 Aktien der Zielgesellschaft zum Angebotspreis von CHF 1'811.69. Der Wert des gesamten Angebots liegt somit bei CHF 345'219'341. In Anwendung von Art. 62 Abs. 2 i.V.m. Art. 62 Abs. 3 UEV-UEK wird folglich eine Gebühr von CHF 129'000 zu Lasten IAWS und ARYZTA erhoben.

\* \* \* \* \*

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

1. Das öffentliche Tauschangebot der IAWS Group plc via ARYZTA AG an die Aktionäre der Hiestand Holding AG entspricht dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, soweit es auf dem Wege der Fusion vollzogen wird.
2. Die vorliegende Empfehlung wird am Tag der Publikation des Angebotsprospekts auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.
3. Die Gebühr zu Lasten IAWS Group plc und ARYZTA AG beträgt CHF 129'000, unter solidarischer Haftung.

Der Präsident:

Luc Thévenoz

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:

- IAWS und ARYZTA (vertreten durch Niederer Kraft & Frey AG, Dr. Andreas Casutt und Philipp Haas);
- Hiestand (vertreten durch Bär & Karrer AG, Prof. Dr. Rolf Watter und Dr. Dieter Dubs);
- die Eidgenössische Bankenkommision;
- die Prüfstelle (zur Kenntnisnahme).