

B

**ÜBERNAHMEKOMMISSION
COMMISSIONE DELLE OPA**

**COMMISSION DES OPA
SWISS TAKEOVER BOARD**

Selnaustrasse 30
Postfach
CH - 8021 Zürich

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

EMPFEHLUNG

vom 11. Oktober 2004

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

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

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

B. Die Zürcher Kantonalbank („ZKB“ oder „Anbieterin“) ist eine selbständige Anstalt des kantonalen öffentlichen Rechts mit Sitz in Zürich, welche ihre Rechtsgrundlage im Gesetz über die Zürcher Kantonalbank vom 28. September 1997 hat. Die ZKB untersteht der Oberaufsicht des Kantonsrates des Kantons Zürich. Der Kanton Zürich haftet für alle Verbindlichkeiten der ZKB, soweit ihre eigenen Mittel nicht ausreichen (Staatsgarantie). Die ZKB ist ein der Eidgenössischen Bankenkommission („EBK“) unterstelltes Bankinstitut, welches die Geschäfte einer Universalbank tätigt.

Das Grundkapital besteht aus dem Dotations- und Partizipationskapital. Das Dotationskapital wird der ZKB vom Kanton Zürich zu Selbstkosten zur Verfügung gestellt. Es beträgt derzeit CHF 1'925'000'000. Partizipationskapital besteht zur Zeit keines.

Mit Kaufvertrag vom 30. Juli 2002 erwarb die ZKB von der BZ-Gruppe Holding AG sämtliche Namenaktien der Pharma Vision AG, welche 50% der Stimmen repräsentierten. Damit übernahm die ZKB die Kontrolle über die Zielgesellschaft. Im Spätherbst 2002 wurde die Pharma Vision AG in ZKB Pharma Vision AG umfirmiert. Zur gleichen Zeit übertrug sie die die Geschäftsführung und die Vermögensverwaltung auf die ZKB.

Gleichzeitig mit dem Erwerb der Namenaktien der Pharma Vision nahm die ZKB das *Market Making* in den Inhaberaktien der Zielgesellschaft auf. Die Kursstellung orientierte sich am inneren Wert (NAV) der Inhaberaktie der Pharma Vision, abzüglich eines Abschlags von ca. 10%.

Während der letzten zwölf Monate vor der Voranmeldung, d.h. in der Zeit vom 1. Oktober 2003 bis 30. September 2004, haben die ZKB und die mit ihr in gemeinsamer handelnden Personen börslich und ausserbörslich insgesamt 1'509'997 Inhaberaktien der Zielgesellschaft erworben und insgesamt 517'083 Inhaberaktien der Zielgesellschaft veräussert. Per 30. September 2004 hielt die ZKB sämtliche 7'000'000 Namenaktien an der Pharma Vision und – inklusive der von der Pharma Vision gehaltenen 50'000 eigenen Aktien – 4'804'577 Inhaberaktien, entsprechend 84.32% der Stimmrechte und 73.86% des Kapitals. Seit dem Tag der Voranmeldung (1. Oktober 2004) bis zum 7. Oktober 2004 haben die ZKB und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen zusätzlich 2'984 Inhaberaktien der Zielgesellschaft erworben. Somit hielt die ZKB per 7. Oktober 2004, inklusive der von der Pharma Vision gehaltenen 50'000 eigenen Aktien, insgesamt 4'807'561 Inhaberaktien und sämtliche 7'000'000 Namenaktien an der Pharma Vision, entsprechend 84.34% der Stimmrechte und 73.90% des Kapitals.

C. Die Pharma Vision beschäftigt kein eigenes Personal. Sie hat die ZKB mit der Geschäftsführung beauftragt. Demzufolge besteht zwischen der Anbieterin und der Zielgesellschaft ein Geschäftsführungsvertrag, wonach die Pharma Vision bestimmte Geschäftsführungs-, Organisations-, Planungs- und Kontrollaufgaben sowie die Vermögensverwaltung auf die ZKB übertragen hat. Die ZKB ist überdies Depotbank der Zielgesellschaft und es besteht zwischen der ZKB und der Pharma Vision eine Vereinbarung über ein Market Making der ZKB in Inhaberaktien der Zielgesellschaft.

Die ZKB ist ferner Depotbank, Zahlstelle, Hauptvertriebsträgerin und Anlageverwalterin des ZKB Pharma Vision Fonds (vgl. dazu unten lit. E. und Angebotsprospekt Einleitung Ziff. 2.).

D. Die ZKB wird am 18. Oktober 2004 für die Zielgesellschaft sowie für die ZKB Finanz Vision AG, Zürich, und die ZKB Axxess Vision AG, Zürich, je ein analoges öffentliches Umtauschangebot für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der jeweiligen Gesellschaft unterbreiten. Als Abgeltung jedes Angebots wird sie Anteile eines Schweizer Anlagefonds zum Tausch anbieten (vgl. dazu die heute erlassenen Empfehlungen in Sachen *ZKB Finanz Vision AG* und in Sachen *ZKB Axxess Vision AG*). Die insgesamt drei öffentlichen Umtauschangebote werden jedoch unabhängig voneinander durchgeführt und abgewickelt.

E. Beim oben erwähnten Anlagefonds, dem ZKB Vision Fonds („Vision Fonds“), handelt es sich um einen Umbrella-Anlagefonds schweizerischen Rechts der Kategorie „Übrige Fonds ohne besondere Risiken“ gemäss dem Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994. Der Vision Fonds ist in der Schweiz durch die Aufsichtsbehörde, die EBK, mit Verfügung vom 16. September 2004 bewilligt worden und kann in der Schweiz im Rahmen der gesetzlichen Bestimmungen ohne Einschränkungen vertrieben werden.

Der Umbrella-Anlagefonds weist drei *Segmente* auf, nämlich den ZKB Pharma Vision Fonds („Pharma Fonds“), den ZKB Finanz Vision Fonds („Finanz Fonds“) und den ZKB Axxess Vision Fonds („Axxess Fonds“). Die drei zur Zeit ausgegebenen Segmente weisen wiederum je drei *Anteilsklassen* auf, nämlich (i) die A-Klasse, die sich an das gesamte Anlegerpublikum wendet, (ii) die I-Klasse, die sich an institutionelle Anleger wendet, und (iii) die U-Klasse, die ausschliesslich in Zusammenhang mit dem im jeweiligen Umtauschangebot (s. oben lit. D.) vorgesehenen Umtausch von Aktien der Zielgesellschaft, der ZKB Finanz Vision AG und der ZKB Axxess Vision AG in Anteile des Pharma, Finanz und Axxess Fonds ausgegeben werden. Die Ausgabe wird danach eingestellt.

Die I-Klasse unterscheidet sich von der A-Klasse eines Segments einerseits durch einen höheren Mindestanlagebetrag und tiefere Kommissionssätze, andererseits durch eine Begrenzung der Teilnahme auf institutionelle Anleger. Die U-Klasse unterscheidet sich von der A-Klasse

dadurch, dass während einer Periode von zwei Jahren seit Erstausgabe neben der allgemeinen Rücknahmekommission von 1%, die zugunsten des entsprechenden Segments bei allen Klassen erhoben wird, eine ergänzende Rücknahmekommission von anfänglich 7% zugunsten der U-Klasse anfällt. Diese ergänzende Rücknahmekommission reduziert sich innert zwei Jahren in monatlichen Schritten linear auf Null. Nach Ablauf von zwei Jahren wird bei der EBK voraussichtlich beantragt, die U-Klasse mit der A-Klasse zu verschmelzen und als A-Klasse weiterzuführen.

Die Fondsleitung wird durch die Swissca Fondsleitung AG, Bern („Swissca“), wahrgenommen. Alleinaktionärin der Fondsleitung ist die Swissca Holding AG, Bern, an welcher ihrerseits sämtliche 24 Schweizer Kantonalbanken beteiligt sind. Depotbank, Zahlstelle, Hauptvertriebsträgerin und Anlageverwalterin ist die ZKB.

F. Am 4. August 2004 reichte die ZKB ein Gesuch ein, mit dem sie beantragte, die Übernahmekommission solle zu gewissen Grundsatzfragen im Zusammenhang mit den geplanten Übernahmeangeboten der ZKB für die Zielgesellschaft sowie für die ZKB Finanz Vision AG und die ZKB Axxess Vision AG aus übernahmerechtlicher Sicht Stellung nehmen. Die Übernahmekommission hat am 23. August 2004 zu diesen im vorliegenden Umtauschangebot relevanten Grundsatzfragen, insbesondere (i) zur Zulässigkeit des Tausches gegen Anlagefondsanteile, (ii) zur Transparenz des Angebotspreises, (iii) zur Ausnahme von der Pflicht zur Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel und (iv) zur Best Price Rule eine Empfehlung erlassen (vgl. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen).

G. Am 1. Oktober 2004 veröffentlichte die ZKB in den elektronischen Medien die Voranmeldung eines öffentlichen Umtauschangebots für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Pharma Vision. Am 5. Oktober 2004 erfolgte die landesweite Publikation der Voranmeldung, indem diese in mehreren Zeitungen auf Deutsch und Französisch veröffentlicht wurde. Ebenfalls am 1. Oktober 2004 hat die Swissca als Fondsleitung den Pharma Fonds aufgelegt und Anteile (A-Klasse) ausgegeben, die bei interessierten Kreisen platziert werden.

H. Am 18. Oktober 2004 wird die ZKB in der Tagespresse und den elektronischen Medien das öffentliche Umtauschangebot an die Aktionäre der Pharma Vision veröffentlichen. Den Aktionären wird für eine Inhaberaktie der Zielgesellschaft von CHF 10 Nennwert ein Anteil U-Klasse des Pharma Fonds, einem Segment des Vision Fonds geboten (s. dazu oben lit. E.; zur Zulässigkeit des Tausches gegen Anlagefondsanteile vgl. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen, Erw. 1). Das Umtauschangebot ist an keine Bedingungen geknüpft.

I. Was die Schaffung der zum Umtausch benötigten U-Klasse Anteile betrifft, so ist durch die ZKB vorgesehen, diese am 10. Dezember 2004, also ein Börsentag vor dem geplanten Vollzug des Angebots, zu zeichnen und zu liberieren, wobei der Ausgabepreis dem inneren Wert einer Inhaberaktie der Pharma Vision am 10. Dezember 2004 nach Börsenschluss entsprechen soll. Die ZKB wird dabei so viele Anteile (U-Klasse) des Pharma Fonds zeichnen und in bar liberieren, wie sie für den Vollzug des Umtauschangebots sowie für eine allfällige Kraftloserklärung oder Fusion mit Abfindung (zu den Absichten der ZKB bezüglich der Pharma Vision vgl. Angebotsprospekt Kapitel D. Ziff. 5) benötigt. Der Pharma Fonds wird sodann die aus der Emission der U-Klasse zufließenden Barmittel so investieren, dass die Portfoliozusammensetzung des Pharma Fonds im Zeitpunkt des Vollzugs des Umtauschangebots der Portfoliozusammensetzung der Pharma Vision entsprechen wird (Abbildung des Portfolios), wobei die entsprechenden Anlagen zur Marktpreisen in erster Linie von der Pharma Vision gekauft werden. Durch die Abbildung des Portfolios wird ein zum Umtausch angebotener U-Klasse

Fondsanteil im Vollzugszeitpunkt des Umtauschangebots den gleichen inneren Wert aufweisen wie eine Inhaberaktie der Zielgesellschaft (zur Schaffung der zum Umtausch benötigten U-Klasse Anteile und zur Abbildung des Portfolios der Pharma Vision durch den Pharma Fonds vgl. Angebotsprospekt Kapitel A. Ziff. 4. und 5.; zur Zulässigkeit dieses Vorgehens vgl. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen, Erw. 2).

J. Der Angebotsprospekt und der Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft wurden der Übernahmekommission vor der Publikation zur Prüfung unterbreitet.

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

Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:

1. Voranmeldung

1.1 Gemäss Art. 7 Abs. 1 UEV-UEK kann eine Anbieterin ein Angebot vor der Veröffentlichung des Angebotsprospekts voranmelden. 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 jedoch nicht. Vielmehr hat eine *Veröffentlichung* der vollständigen Voranmeldung zu erfolgen.

1.2 Im vorliegenden Fall enthielt die am 1. Oktober 2004 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 5. Oktober 2004. Somit entfaltete die Voranmeldung ihre Wirkungen am 1. Oktober 2004.

2. Nichtanwendung der Bestimmungen über den Mindestpreis bei Pflichtangeboten

Die ZKB hielt im Zeitpunkt der Voranmeldung des Angebots bereits rund 84% der Stimmrechte der Pharma Vision. Durch das Angebot wird die Anbieterin somit keinen Schwellenwert nach Art. 32 Abs. 1 BEHG überschreiten, der die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots auslösen würde. Hinzu kommt, dass die Statuten der Zielgesellschaft eine Opting Out Klausel enthalten. Die ZKB ist demzufolge nicht an die Bestimmungen über den Mindestpreis gebunden (Art. 10 Abs. 5 UEV-UEK e contrario sowie Empfehlung in Sachen *Absolute Invest AG* vom 17. April 2003, Erw. 4 und Empfehlung in Sachen *Incentive Capital AG* vom 16. April 2003, Erw. 2).

3. Liquidität des Portfolios der Pharma Vision

In ihrer Empfehlung vom 23. August 2004 hat die Übernahmekommission festgehalten, dass das hier vorliegende Umtauschangebot nur unter der Bedingung als gesetzeskonform erklärt werden kann, dass eine Prüfstelle im Sinne von Art. 25 BEHG die Liquidität des Portfolios der Pharma Vision bestätigt und überdies in ihrem Bericht an die Übernahmekommission darlegt, aufgrund welcher Kriterien sie die Liquidität des Portfolios beurteilt hat (vgl. dazu ausführlich

Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen, Erw. 2.2). Diese Bedingung wurde erfüllt.

4. Ausnahme von der Pflicht zur Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel

Nach Art. 24 Abs. 5 UEV-UEK hat bei einem Umtauschangebot gegen Titel, die nicht an einer Hauptbörse kotiert sind, der Angebotsprospekt eine Bewertung durch eine Prüfstelle der zum Tausch angebotenen Titel zu enthalten. Obwohl die im Rahmen des vorliegenden Angebots zum Tausch gegen Titel der Zielgesellschaften angebotenen U-Klasse Anteile an keiner Börse kotiert sind bzw. sein werden, hat die Übernahmekommission der Anbieterin in ihrer Empfehlung vom 23. August 2004 – unter Einhaltung verschiedener Bedingungen und Auflagen – eine Ausnahme von der Pflicht zur Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel gewährt (zu dieser Ausnahme vgl. ausführlich Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen, Erw. 3).

5. Handeln in gemeinsamer Absprache

5.1 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. Dies gilt auch für die Zielgesellschaft, wenn sie im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospekts oder der Voranmeldung durch die Anbieterin beherrscht wird.

5.2 Demzufolge gelten für das vorliegende Angebot aufgrund der Kapital- und Beherrschungsverhältnisse (vgl. Sachverhalt lit. B.) die Pharma Vision und alle durch die ZKB direkt und/oder indirekt beherrschten Gesellschaften als in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelnde Personen (vgl. Angebotsprospekt Kapitel B. Ziff. 5.) und haben den Pflichten von Art. 12 UEV-UEK nachzukommen.

6. Best Price Rule

6.1 Gemäss Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK dürfen die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen nach Veröffentlichung des Angebots keine Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erwerben, ohne diesen Preis allen Empfängern des Angebots anzubieten (sogenannte „Best Price Rule“). Gemäss Praxis der Übernahmekommission gilt diese Regel ab Veröffentlichung der Voranmeldung während der ganzen Dauer des Angebots und während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist (siehe u.a. Empfehlung in Sachen *Absolute Invest AG* vom 17. Oktober 2003, Erw. 5).

6.2 Zur Auslegung der Best Price Rule im hier konkret vorliegenden Fall hat sich die Übernahmekommission bereits in ihrer Empfehlung vom 23. August 2004 ausführlich geäussert (vgl. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen, Erw. 4). Die dort gemachten Erwägungen finden im vorliegenden Umtauschangebot Anwendung.

6.3 Demzufolge darf *bis zur Abwicklung des Umtauschangebots* der für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlte Preis höchstens gleich hoch sein wie das Resultat aus „NAV einer Inhaberaktie der Zielgesellschaft im Zeitpunkt einer Transaktion abzüglich 4%“ (vgl. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen, Erw. 4.1.2 – 4.1.4).

Vom Zeitpunkt der *Abwicklung des Umtauschangebots bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist* ist der im ausserbörslichen Handel sich ergebende Marktpreis eines U-Klasse Anteils im Zeitpunkt der jeweiligen Transaktion für die Berechnung des für die Best Price Rule relevanten Preises entscheidend. Der für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlte Preis wird also höchstens gleich hoch sein dürfen wie der im ausserbörslichen Handel sich ergebende Marktwert der U-Klasse Anteile des Pharma Fonds im Zeitpunkt einer Transaktion (vgl. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG, ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen, Erw. 4.1.5 und 4.1.6).

Die Prüfstelle hat zu bestätigen, dass diese Regel in casu eingehalten wurde (Art. 27 UEV-UEK).

7. Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft

7.1 Zwischenabschluss

7.1.1 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.

7.1.2 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. Der Offenlegungsbedarf ist umso grösser, je länger die letztmals publizierten Daten zurückliegen. 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 Zwischenabschlusses zu erstellen. Dieser ist als Teil des Berichts des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft zu betrachten und entsprechend zu veröffentlichen (vgl. Empfehlung vom 1. Oktober 2004 in Sachen *Pelham Investments SA*, Erw. 4.1.1 sowie Empfehlung vom 30. Juni 2004 in Sachen *Scintilla AG*, Erw. 6.1.4).

7.1.3 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 solche 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.

7.1.4 Die oben gemachten Erwägungen finden auch im vorliegenden Fall Anwendung. Der letzte von der Pharma Vision publizierte Zwischenbericht ist derjenige per 30. Juni 2004. Der Verwaltungsrat der Pharma Vision bestätigt zudem in seinem Bericht (vgl. Angebotsprospekt Kapitel G. Ziff. 5.), dass seit dem Stichtag dieses Zwischenabschlusses keine wesentlichen Veränderungen der Vermögens, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten einget-

reten sind. Somit sind die in Bezug auf den Zwischenabschluss genannten Anforderungen an den Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft im vorliegenden Fall erfüllt.

7.2 Interessenkonflikte

7.2.1 Gemäss Art. 31 Abs. 1 UEV-UEK hat der Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft auf allfällige Interessenkonflikte von Mitgliedern des Verwaltungsrats und der obersten Geschäftsleitung hinzuweisen. Er muss im Besonderen die finanziellen Folgen des Angebots für die genannten Personen schildern. Der Bericht hat offen zu legen, ob die Mandate der Mitglieder des Verwaltungsrats und der obersten Geschäftsleitung zu gleichwertigen Bedingungen weitergeführt werden. Ansonsten sind die neuen Konditionen darzulegen. Verlassen gewisse Mitglieder des Verwaltungsrats oder der obersten Geschäftsleitung die Zielgesellschaft, ist anzugeben, ob sie eine Abgangsentschädigung erhalten und wie hoch diese ist. Die Angaben müssen individuell erfolgen (siehe Empfehlung in Sachen *Axantis Holding AG* vom 15. Dezember 2000, Erw. 5.3). Im vorliegenden Fall wird im Bericht des Verwaltungsrates ausgeführt, dessen Ausschuss (s. dazu unten 7.2.2.1.) habe keine Kenntnis davon, dass nach Abschluss des Umtauschangebots der Verwaltungsrat der Gesellschaft neu zusammengesetzt werden soll oder die Bedingungen der Mandate der Mitglieder des Verwaltungsrats der Gesellschaft geändert werden sollen, solange die Gesellschaft an der SWX kotiert bleibt. Überdies werde die Anbieterin nach Abschluss des Umtauschangebots weiterhin zu gleichen Bedingungen die Geschäftsführung und die Vermögensverwaltung der Gesellschaft wahrnehmen und Depotbank der Gesellschaft sein.

7.2.2 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 (Empfehlung in Sachen *Centerpulse AG* vom 16. April 2003, Erw. 6.2).

7.2.2.1 Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft setzt sich zusammen aus den Herren Dr. Hans F. Vögeli (Präsident), Prof. Dr. Bruno Reihl (Vizepräsident) und Prof. Dr. Urs A. Meyer (Mitglied). Herr Bruno Reihl ist Vertreter der Inhaberaktionäre im Verwaltungsrat gemäss Art. 17 Abs. 2 der Statuten der Zielgesellschaft. Herr Hans F. Vögeli ist zugleich CEO der Anbieterin und Präsident des Verwaltungsrats der ZKB Finanz Vision AG und der ZKB Axxess Vision AG.

Die Anbieterin hielt per 7. Oktober 2004, inklusive der von der Pharma Vision gehaltenen eigenen Aktien, 84.34% der Stimmrechte der Zielgesellschaft (vgl. Angebotsprospekt Kapitel B. Ziff. 7.). Die Zielgesellschaft beschäftigt kein eigenes Personal. Sie hat die Anbieterin mit der Geschäftsführung beauftragt. Überdies ist die Anbieterin mit der Vermögensverwaltung der Pharma Vision betraut und Depotbank der Zielgesellschaft (vgl. Sachverhalt lit. C.).

In Berücksichtigung dieser Ausgangslage sieht das Organisationsreglement der Zielgesellschaft vor, dass der Verwaltungsrat einen Ausschuss bildet, dessen Mitglieder weder Organ noch Arbeitnehmer der Anbieterin sein dürfen. Der vom Organisationsreglement vorgesehene Ausschuss wurde bereits im November 2002 gebildet und besteht zur Zeit aus den Herren Bruno Reihl und Urs A. Meyer. Der Ausschuss ist Prüfungsausschuss (Audit Committee) und behandelt zusätzlich sämtliche Geschäfte, bei denen die Anbieterin als Aktionärin und/oder Geschäftsführerin der Zielgesellschaft einen Interessenkonflikt mit der Zielgesellschaft hat oder haben kann.

Aufgrund der geschilderten Interessenlage und in Beachtung der Vorschriften des Organisationsreglements erfolgten die Beurteilung des Umtauschangebots und die Beschlussfassung über die Empfehlung des Verwaltungsrats dazu durch den oben erwähnten Ausschuss. Es stellt sich im Folgenden die Frage, ob dieses Vorgehen, welches die Zielgesellschaft gewählt hat, ausreichend ist, um zu vermeiden, dass sich potentielle Interessenkonflikte zum Nachteil der Empfänger des Angebots auswirken.

7.2.2.2 Was Herrn Hans F. Vögeli betrifft, so ist offensichtlich, dass sich dieser aufgrund seiner Funktionen als CEO der Anbieterin und zugleich Präsident des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft in einem (potentiellen) Interessenkonflikt befindet. Herr Hans F. Vögeli ist allerdings nicht Mitglied des oben genannten Ausschusses und hat somit in Berücksichtigung seines potentiellen Interessenkonflikts bei der Beschlussfassung des Verwaltungsrats über das Umtauschangebot nicht mitgewirkt.

Der Verwaltungsrat ist im Grundsatz ein Organ der kollektiven Entscheidung. Wird die Beurteilung eines Angebots und die Beschlussfassung in Bezug auf die in diesem Zusammenhang zu verfassende Stellungnahme des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft nicht durch den Verwaltungsrat als Kollektiv, sondern durch ein Teilgremium vorgenommen, dann verlangt die Übernahmekommission, dass dieses Teilgremium aus *mindestens zwei* Verwaltungsräten besteht, die in der Lage sind, *frei von Interessenkonflikten* zum öffentlichen Kaufangebot Stellung zu nehmen (vgl. Empfehlung in Sachen Scintilla AG vom 30. Juni 2004, Erw. 6.2.2.3). Es stellt sich somit abschliessend die Frage, ob die Mitglieder des besagten Ausschusses frei von (potentiellen) Interessenkonflikten sind.

7.2.2.3 Die Tatsache, dass die Anbieterin Mehrheitsaktionärin der Zielgesellschaft ist und gemäss Bericht des Verwaltungsrats sämtliche Mitglieder des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft auch mit den Stimmen der Anbieterin gewählt wurden (vgl. Angebotsprospekt Buchstabe G. Ziff. 4.), begründet gemäss Praxis der Übernahmekommission die *Vermutung*, dass sich auch die Herren Bruno Reihl und Urs A. Meyer in einem potentiellen Interessenkonflikt befinden. Allerdings kann diese Vermutung vom Verwaltungsrat der Zielgesellschaft durch den Nachweis der tatsächlichen Unabhängigkeit der entsprechenden Verwaltungsräte *widerlegt* werden.

Die Herren Bruno Reihl und Urs A. Meyer sind weder Organ noch Arbeitnehmer der Anbieterin oder der mit ihr im Rahmen des Umtauschangebots in gemeinsamer Absprache handelnden Personen. Sie bestätigen im Bericht des Verwaltungsrats ferner, dass sie auch weder Organ noch Arbeitnehmer von Gesellschaften sind, welche über wesentliche Geschäftsbeziehungen zur Anbieterin verfügen, die im Zusammenhang mit dem Umtauschangebot einen Interessenkonflikt begründen würden. Im Bericht des Verwaltungsrats wird überdies festgehalten, dass die Herren Bruno Reihl und Urs A. Meyer auch nicht in einer geschäftlichen Beziehung zur Anbieterin oder zu den mit ihr im Rahmen des Umtauschangebots in gemeinsamer Absprache handelnden Personen stehen, welche einen Interessenkonflikt begründen würde. Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft hat in seinem Bericht des Weiteren ausdrücklich bestätigt, dass die Herren Bruno Reihl und Urs A. Meyer als Mitglieder des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft über keine Mandatsverträge mit der Anbieterin verfügen und ihr Mandat auch sonst nicht nach Instruktionen der Anbieterin ausüben, weder im Allgemeinen noch im Besonderen im Zusammenhang mit der Erstellung des Berichts des Verwaltungsrats. Im Übrigen wird im Bericht bestätigt, dass der Ausschuss keine Kenntnis hat von vertraglichen Vereinbarungen oder anderen Verbindungen einzelner Mitglieder des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft mit der Anbieterin, der Zielgesellschaft oder einer im Rahmen des Umtauschangebots mit der Anbieterin in gemeinsamer Absprache handelnden Person, die im Zusammenhang mit dem Umtauschangebot zu einem Interessenkonflikt führen oder führen könnten.

Damit kann festgehalten werden, dass ein genügender Nachweis für die tatsächliche Unabhängigkeit der beiden Verwaltungsräte erbracht wurde. Demzufolge konnten die Verwaltungsräte Bruno Reihl und Urs A. Meyer frei von Interessenkonflikten zum öffentlichen Umtauschangebot der Anbieterin Stellung nehmen.

7.2.2.4 Zusammenfassend kann demzufolge festgestellt werden, dass der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft durch Übertragung der Beurteilung des Umtauschangebots auf einen unabhängigen Ausschuss, der in Anwendung der Vorschriften des Organisationsreglements der Zielgesellschaft den Beschluss über die Empfehlung des Verwaltungsrats zum Umtauschangebot unter Ausstand des durch potentielle Interessenkonflikte betroffenen Mitglieds gefasst hat, eine geeignete Massnahme getroffen hat, um zu vermeiden, dass sich die potentiellen Interessenkonflikte eines seiner Mitglieder zum Nachteil der Empfänger des vorliegenden Angebots auswirken.

8. 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). Da die ZKB diese Voraussetzungen erfüllt hat, wird sie von der Pflicht zur Einhaltung der Karenzfrist befreit.

9. Bedingungen und Auflagen

Mit Empfehlung vom 23. August 2004 hat Übernahmekommission zu gewissen Grundsatzfragen im Zusammenhang mit dem vorliegenden Übernahmeangebot der ZKB für die Zielgesellschaft aus übernahmerechtlicher Sicht Stellung genommen (vgl. Sachverhalt lit. F.). In dieser Empfehlung wurde festgehalten, dass beim geplanten öffentlichen Tauschangebot der ZKB für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Pharma Vision, im Falle einer Abgeltung des Angebotspreises durch Tausch gegen Anteilscheine an einem Anlagefonds nach Schweizer Recht, die folgenden Bedingungen und Auflagen eingehalten werden müssen:

- a. Die Liquidität des Portfolios der Pharma Vision ist durch eine Prüfstelle zu bestätigen (vgl. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen, Dispositiv Ziff. 1.a.).
- b. Die Prüfstelle, welche die Liquidität des Portfolios zu bestätigen haben wird, hat zu kontrollieren, ob die Transparenz in Bezug auf die Zusammensetzung des Portfolios und den NAV der Zielgesellschaft während des Angebots und bis zur Abwicklung desselben gewährleistet ist (vgl. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen, Dispositiv Ziff. 1.b.).
- c. Die Prüfstelle, welche die Liquidität des Portfolios zu bestätigen haben wird, hat den „Portfolio-Abbildungsprozess“ zu begleiten und zu bestätigen, dass alle aufgrund der von der ZKB geplanten Transaktionsstruktur vorgesehenen und notwendigen Schritte unternommen wurden, damit im Zeitpunkt der Abwicklung des Angebots der NAV eines U-Klasse Anteils des Pharma Fonds dem NAV einer Inhaberaktie der Zielgesellschaft entspricht (vgl. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen, Dispositiv Ziff. 1.c.).

- d. Die Prüfstelle, welche die Liquidität des Portfolios zu bestätigen haben wird, hat aufgrund einer summarischen Prüfung zu bestätigen, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft durch Zuteilung eines U-Klasse Anteils einen Gegenwert erhalten haben, der im Wesentlichen jenem Wert entspricht, den sie vorher als Inhaber einer Aktie der Zielgesellschaft hatten (vgl. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen, Dispositiv Ziff. 1.d.).

Die in lit. a aufgeführte Bedingung wurde in casu bereits erfüllt (vgl. oben Erw. 3). Was die restlichen Bedingungen anbelangt, so wird die dafür zuständige Prüfstelle der Übernahmekommission einen Bericht über die Ergebnisse ihrer Prüfung einreichen.

10. Publikation

Die vorliegende Empfehlung wird in Anwendung von Art. 23 Abs. 3 BEHG am Tag der Publikation des Angebotsprospekts, d.h. am 18. Oktober 2004, auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.

11. Gebühr

11.1 Das Angebot bezieht sich auf 2'192'439 Pharma Vision Inhaberaktien. Das Umtauschangebot wurde der Übernahmekommission am 24. September 2004 unterbreitet. Im vorliegenden Fall werden die zum Umtausch angebotenen Titel voraussichtlich erst ein Börsentag vor dem Vollzug des Angebots geschaffen (vgl. Sachverhalt lit. I. und Angebotsprospekt Kapitel A. Ziff. 4.) Die Übernahmekommission hat eine Ausnahme von der Pflicht zur Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel gewährt (vgl. oben Erw. 3).

11.2 Aufgrund dieser Ausgangslage wird der für die Berechnung der Gebühr relevante Angebotspreis in analoger Anwendung von Art. 62 Abs. 4 UEV-UEK aufgrund des durchschnittlichen Net Asset Value (NAV) der Inhaberaktien der Pharma Vision während zehn Börsentagen vor der Unterbreitung des Umtauschangebotes an die Übernahmekommission ermittelt. Dieser beträgt CHF 139.30 pro Titel, wodurch der Wert des gesamten Umtauschgebots bei CHF 305'406'752.70 liegt. Gemäss Art. 62 Abs. 2 i.V.m. Abs. 4 UEV-UEK ist folglich für das vorliegende Umtauschangebot eine Gebühr von CHF 121'000 geschuldet. Davon wird die in der Empfehlung vom 23. August 2004 erhobene Gebühr von CHF 40'000 (s. Empfehlung vom 23. August 2004 in Sachen *ZKB Pharma Vision AG*, *ZKB Finanz Vision AG* und *ZKB Axxess Vision AG* – Grundsatzfragen) in Abzug gebracht, wobei dieser Abzug anteilmässig auf die drei analogen Umtauschangebote (vgl. dazu Sachverhalt lit. D.) verteilt wird, und zwar im Verhältnis des gesamten Werts des jeweiligen Umtauschgebots. Demzufolge werden im vorliegenden Umtauschangebot CHF 17'000 in Abzug gebracht. Die Gebühr zu Lasten der ZKB beträgt somit CHF 104'000.

Gestützt auf diese Erwägungen erlässt die Übernahmekommission die folgende Empfehlung:

1. Das öffentliche Kaufangebot der Zürcher Kantonalbank, Zürich, an die Inhaberaktionäre der ZKB Pharma Vision AG, Zürich, entspricht dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995.
2. Die Übernahmekommission gewährt die folgende Ausnahme von der Übernahmeverordnung (Art. 4 UEV-UEK): Befreiung von der Pflicht zur Einhaltung der Karenzfrist (Art. 14 Abs. 2 UEV-UEK).
3. Diese Empfehlung wird am 18. Oktober 2004 auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.
4. Die Gebühr zu Lasten der Zürcher Kantonalbank beträgt CHF 104'000.

Der Präsident:

Hans Caspar von der Crone

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

Mitteilung an:

- Zürcher Kantonalbank;
- ZKB Pharma Vision AG, durch ihren Vertreter;
- die Eidgenössische Bankenkommision;
- die Prüfstelle (zur Kenntnisnahme)