

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****vom 27. März 2008****Öffentliches Rückkaufprogramm der Swiss Life Holding, Zürich - Gesuch um Freistellung von der Anwendung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote**

A. Die Swiss Life Holding („Swiss Life“ oder „Gesuchstellerin“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich. Ihr im Handelsregister eingetragenes Aktienkapital beträgt CHF 1'188'654'926, eingeteilt in 34'960'439 voll liberierte Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 34. Die Swiss Life verfügt zudem über ein bedingtes Aktienkapital von maximal CHF 84'439'034 zur Ausgabe von maximal 2'483'501 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 34. Die Namenaktien der Swiss Life sind an der SWX Swiss Exchange („SWX“) im EU-kompatiblen Segment kotiert und werden an der SWX Europe gehandelt (SLHN).

B. Der Verwaltungsrat der Swiss Life beabsichtigt, der am 8. Mai 2008 stattfindenden Generalversammlung zu beantragen, den Verwaltungsrat zu ermächtigen, in einem Zeitraum von 18 Monaten über eine zweite Handelslinie eigene Aktien im Gesamtwert von maximal CHF 2.5 Mia. zwecks nachfolgender definitiver Vernichtung der Aktien durch Kapitalherabsetzung zurückzukaufen. Basierend auf dem Kursniveau vom 6. März 2008 von CHF 250 (gerundet) entspricht dies 10 Mio. Namenaktien, also 28.6% des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals. Der Verwaltungsrat wird der Generalversammlung gleichzeitig eine Nennwertreduktion von CHF 34 auf CHF 17 pro Aktie zwecks Ausschüttung einer entsprechenden „Dividende“ beantragen.

C. Die mit der Durchführung des Rückkaufs beauftragte Bank ist die Zürcher Kantonalbank („ZKB“).

D. Mit Gesuch vom 25. März 2008 stellte die Swiss Life der Übernahmekommission folgende Anträge:

- „1. Das Rückkaufprogramm der Gesuchstellerin sei gemäss Ziff. IV der Mitteilung Nr. 1 von der Anwendung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote gemäss Art. 22 ff. BEHG zu befreien;
2. Die Gesuchstellerin sei während der Dauer des Rückkaufprogramms von der Pflicht nach Punkt 1 zu Ziff. III 3.1 der Mitteilung Nr. 1 zu suspendieren und es sei ihr zu erlauben, die Aktienrückkäufe während des Aufschubs kursrelevanter Informationen gemäss Art. 72 KR nicht zu unterbrechen.“

Dem Gesuch beigelegt war das Formular „Gesuch um Freistellung durch Meldeverfahren“ gemäss Mitteilung Nr. 1 („Formular“).

E. Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus den Herren Luc Thévenoz (Präsident), Raymund Breu und Walter Knabenhans gebildet.

Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:

1. Anwendbarkeit der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote auf Aktienrückkäufe

1. Öffentliche Angebote einer Gesellschaft für ihre eigenen Aktien, einschliesslich der Bekanntgabe der Absicht, eigene Beteiligungspapiere an der Börse zurückzukaufen, stellen öffentliche Kaufangebote im Sinne von Art. 2 lit. e BEHG dar (vgl. Verfügung der EBK vom 4. März 1998 in Sachen *Pharma Vision 2000 AG, BK Vision AG und Stillhalter Vision AG*, Erw. 2). Damit unterstehen diese Transaktionen grundsätzlich den Bestimmungen des 5. Abschnitts des BEHG über öffentliche Kaufangebote.

2. Die Übernahmekommission kann die Anbieterin von der Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote befreien. Voraussetzungen und Verfahren dieser Freistellung sind in Mitteilung Nr. 1 festgelegt. Danach ist die Bekanntgabe von Rückkäufen eigener Beteiligungspapiere im Umfang von maximal 2% des Kapitals generell freigestellt (Mitteilung Nr. 1 Ziff. II). Bezieht sich der Rückkauf auf mehr als 2%, so wird die Freistellung im so genannten Meldeverfahren bewilligt, wenn die Voraussetzungen gemäss Mitteilung Nr. 1 Ziffer III erfüllt sind. Ist dies nicht der Fall, so ist eine Freistellung (im ordentlichen Verfahren mittels Empfehlung) dennoch möglich, soweit dies mit den Zielsetzungen des BEHG zu vereinbaren ist (vgl. Mitteilung Nr. 1 Ziff. IV).

2. Voraussetzungen der Freistellung im vorliegenden Fall

3. Die Gesuchstellerin beabsichtigt den Rückkauf von Beteiligungspapieren einer einheitlichen Kategorie (Namenaktien mit Nennwert von CHF 34 bzw. CHF 17 nach durchgeführter Kapitalherabsetzung, vgl. oben lit. B) im Umfang von mehr als 2% des Kapitals zu Marktpreisen über eine spezielle Handelslinie. Zur Anwendung gelangen damit die Voraussetzungen gemäss Mitteilung Nr. 1 Ziffern III. 1.1 bis 1.4, 3.1, 3.5 und 3.8. Deren Einhaltung ist im Folgenden zu prüfen.

4. Der im eingereichten Inseratentwurf vorgesehene Rückkauf

- führt nicht zur Dekotierung des betroffenen Titels (vgl. Mitteilung Nr. 1 Ziff. III. 1.2) und
- bezieht sich auf alle Kategorien von kotierten Beteiligungspapieren (vgl. Mitteilung Nr. 1 Ziff. III. 1.3).

5. Die Swiss Life hat sich in ihrem Gesuch verpflichtet,

- die Übernahmekommission und mindestens eines der bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreiten, über die Anzahl der angedienten Titel zu informieren (Formular Ziff. 14 Abs. 1, vgl. Mitteilung Nr. 1 Ziff. III. 1.4) und
- den Rückkauf in den Fällen gemäss Mitteilung Nr. 1 Ziffer III. 3.1 Punkt 2 und Punkt 3 zu unterbrechen (Formular Ziff. 11).

6. Die Rückkaufspreise bilden sich gemäss dem eingereichten Entwurf des Angebotsinserats „in Anlehnung an die Kurse der auf der ersten Linie gehandelten Namenaktien von Swiss Life“. Die Gesuchstellerin beachtet damit die Bestimmung von Mitteilung Nr. 1 Ziff. III. 3.5, gemäss welcher der auf der zweiten Handelslinie angebotene Preis den auf der ersten Linie angebotenen Preis grundsätzlich nicht um mehr als 5% übersteigen darf.

7. Damit werden die genannten Bestimmungen (vgl. oben N 3) grösstenteils eingehalten. Darüber hinaus wird die Gesuchstellerin in Anlehnung an Mitteilung Nr. 1 Ziffer III. 3.3 auf der zweiten Handelslinie pro Börsentag nicht mehr als 25% des täglichen Volumens (berechnet anhand des historischen Durchschnittsvolumens) auf der ersten Linie zurückkaufen. Über die erste Handelslinie wird die Gesuchstellerin während des Rückkaufprogramms gar keine eigenen Aktien erwerben. Damit wird auch die Bestimmung gemäss Mitteilung Nr. 1 Ziffer III. 3.4 eingehalten.

8. Die Einhaltung dieser Bestimmungen wird die ZKB mit dem Formular „Bestätigung Nr. 2“ bestätigen. Die Gesuchstellerin und die ZKB haben sich zu dessen Einreichung nach Beendigung des Rückkaufs verpflichtet.

9. Nicht eingehalten werden damit die Voraussetzung gemäss Mitteilung Nr. 1 Ziffer III. 1.1, wonach sich der Rückkauf auf höchstens 10% des Kapitals oder der Stimmrechte des Anbieters beziehen darf und die Voraussetzung gemäss Mitteilung Nr. 1 Ziffer III. 3.1 Punkt 1, wonach die Rückkäufe zu unterbrechen sind, wenn die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache gemäss Art. 72 Abs. 2 KR-SWX aufgeschoben wird.

10. Im Folgenden ist daher zu prüfen, ob der beabsichtigte Rückkauf dennoch mit den Zielsetzungen des BEHG vereinbar ist (vgl. Mitteilung Nr. 1 Ziff. IV).

3. Rückkauf von über 10% des Aktienkapitals und der Stimmrechte

11. Die Swiss Life berechnet in ihrem Gesuch das Volumen des Rückkaufprogramms gemessen in Anzahl Aktien und in Prozent des Aktienkapitals bzw. der Stimmrechte anhand eines Kurses von CHF 250 (Stand per 6. März 2008). Unter dieser Annahme können mit den CHF 2.5 Mia., welche die Generalversammlung für das Rückkaufprogramm zur Verfügung stellen soll (vgl. oben lit. B), 10 Mio. Aktien, entsprechend rund 28.6% des Aktienkapitals und der Stimmrechte, zurückgekauft werden. Sinkt der Aktienkurs im Verlauf des Rückkaufprogramms, so steigt dieses Volumen aber an, theoretisch bis auf 100% des Kapitals und der Stimmrechte. Zur Beurteilung, ob das Rückkaufprogramm freigestellt werden kann, ist deshalb eine Begrenzung des maximalen Volumens gemessen in Anzahl Aktien bzw. Prozent des Aktienkapitals und der Stimmrechte erforderlich.

12. Die Freistellung eines öffentlichen Rückkaufangebots von den Bestimmungen des 5. Abschnittes des BEHG ist bei Überschreitung der Limite von 10% des Kapitals insbesondere dann heikel, wenn der Rückkauf zu einer massgeblichen Veränderung der Kontrollverhältnisse führt. Auch darf der Rückkauf nicht zu einer übermässigen Reduktion des handelbaren Teils der Aktien („Free Float“) führen (vgl. Empfehlung vom 25. Februar 2008 in Sachen *Swiss Re*, Erw. 2.2.1).

13. Das Aktionariat der Swiss Life setzt sich gemäss ihren eigenen Angaben wie folgt zusammen:

- 190'801 im Aktienbuch eingetragene Aktionäre, davon rund 5'000 institutionelle, halten zusammen knapp 50% der ausgegebenen Aktien.
- Der Eigenbestand der Gesuchstellerin beträgt per 20. März 2008 6.03% der ausgegebenen Aktien.
- Die übrigen rund 44% der ausgegebenen Aktien sind Dispoaktien.

- Über 3% des Aktienkapitals halten Barclays Plc, London, UK (4.22% gemäss Meldung vom 12. Februar 2008, SHAB-Publikation am 15. Februar 2008) sowie Dodge & Cox, San Francisco, USA (4.71% gemäss Meldung vom 6. März 2008, SHAB-Publikation am 11. März 2008). Die Banque Cantonale Vaudoise hält gemäss Meldung vom 4. Januar 2008 (SHAB-Publikation vom 9. Januar 2008) nebst 0.83% der Namenaktien 1.50% in Erwerbspositionen und 3.92% in Veräusserungspositionen.

14. Bei dieser Aktionariatsstruktur haben der Rückkauf von 28.6% der Aktien und deren anschliessende Vernichtung zwecks Kapitalherabsetzung trotz des sehr grossen Umfangs keine massgebliche Veränderung der Kontrollverhältnisse und keine übermässige Reduktion des Free Float zur Folge. Sowohl vor als auch nach Durchführung des Programms existiert kein dominanter Aktionär und die Aktien der Swiss Life bleiben breit im Publikum gestreut. Das vorliegende Rückkaufsprogramm kann daher trotz der starken Überschreitung der Schwelle von 10% gemäss Mitteilung Nr. 1 Ziffer III. 1.1 von der Einhaltung der Bestimmungen des 5. Abschnitts des BEHG über öffentliche Kaufangebote bis zu einem Umfang von maximal 10 Mio. Aktien, entsprechend 28.6% des Aktienkapitals und der Stimmrechte, freigestellt werden. Sollte sich im Rahmen des Rückkaufprogramms eine Überschreitung dieser Limite abzeichnen, hätte die Gesuchstellerin im Hinblick auf dessen Weiterführung erneut ein Gesuch um Freistellung an die Übernahmekommission zu richten.

15. Zu beachten ist, dass Art. 659 Abs. 1 OR den Erwerb eigener Aktien auf maximal 10% des Aktienkapitals beschränkt. Die Schwelle von Art. 659 Abs. 1 OR ist jedoch vom in der Mitteilung Nr. 1 Ziff. III. 1.1 festgelegten übernahmerechtlich relevanten Volumen von 10% des Kapitals oder der Stimmrechte zu unterscheiden. Die Freistellung durch die Übernahmekommission bezieht sich auf das Volumen gemäss Mitteilung Nr. 1 Ziff. III. 1.1, nicht auf die Schwelle von Art. 659 Abs. 1 OR. Die Gesuchstellerin hat ihre Rückkäufe demnach unabhängig von der vorliegenden Freistellung so auszugestalten, dass die gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen eingehalten sind (vgl. Empfehlung vom 25. Februar 2008 in Sachen *Swiss Re*, Erw. 2.3).

4. Kein Unterbruch des Rückkaufs während Bekanntgabeaufschub

16. Die Gesuchstellerin beantragt die Gewährung einer Ausnahme von der Pflicht gemäss Ziff. III 3.1 Punkt 1 der Mitteilung Nr. 1, die Rückkäufe zu unterbrechen, wenn sie die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache gemäss Art. 72 Abs. 2 KR-SWX aufschiebt.

17. Mit den Unterbrechungen während solchen Perioden wird verhindert, dass die Anbieterin als Marktteilnehmerin auftritt, obwohl sie über nicht allgemein zugängliche preissensitive Informationen verfügt. Die Marktverhaltensregel von Ziff. III 3.1 Punkt 1 der Mitteilung Nr. 1 verschafft damit dem Zweck des BEHG Nachachtung, Transparenz des Handels und Gleichbehandlung der Marktteilnehmer sicherzustellen und so die Funktionsfähigkeit des Marktes zu unterstützen (vgl. Art. 1 BEHG).

18. Voraussetzung für die Gewährung einer Ausnahme von der Pflicht zur Unterbrechung während eines Bekanntgabeaufschubs ist, dass die Anbieterin ein schützenswertes Interesse dardat und alternative Massnahmen trifft, die funktional der Unterbrechung (mindestens) gleichwertig sind.

19. Ihr Interesse an einer Ausnahmegewährung begründet die Gesuchstellerin damit, dass sie regelmässig mit Akquisitionen und Devestitionen befasst sei, welche nach der Praxis der SWX schon in einer relativ frühen Phase Tatsachen im Sinne von Art. 72 KR-SWX sein könnten. Das Rückkaufsprogramm müsse deshalb möglicherweise derart oft unterbrochen werden, dass zur Erreichung des geplanten Volumens über die Periode von 18 Monaten gar nicht mehr genug Handelstage zur Verfügung stünden. Zudem könnten wiederholte Unterbre-

chungen des Rückkaufs im Markt zu ungerechtfertigten Spekulationen über deren Gründe führen.

20. Die Gesuchstellerin erachtet folgendes Vorgehen als dem Unterbruch des Rückkaufs während des Bekanntgabeaufschubs funktional gleichwertig: Die Gesuchstellerin wird der ZKB im Rahmen einer der Übernahmekommission vorliegenden Vereinbarung die Durchführung des Rückkaufprogramms delegieren. Gestützt darauf wird die ZKB den Rückkauf in eigener Regie, also weisungsunabhängig durchführen. Zu halten hat sie sich dabei an einen die gesamte Dauer des Rückkaufprogramms erfassenden Plan, der jeweils die pro Kalendermonat für den Rückkauf zur Verfügung stehende Liquidität und die maximal auf der zweiten im Verhältnis zu den Kursen auf der ersten Handelslinie zu bezahlende Prämie bestimmt. Diese Prämie darf sich gemäss Mitteilung Nr. 1 Ziff. III. 3.5 auf höchstens 5% belaufen (vgl. oben N 6).

21. Gestützt auf objektive Kriterien kann die Gesuchstellerin jeweils spätestens am letzten Börsentag des Vormonats eine Planänderung vornehmen. Zudem kann die Swiss Life das Rückkaufprogramm jederzeit und ohne Angabe von Gründen stoppen und später wieder aufnehmen. Weitere Möglichkeiten der Einflussnahme seitens der Gesuchstellerin bestehen nicht. Insbesondere trifft die ZKB die einzelnen Entscheide über den Zeitpunkt des Erwerbs von Aktien der Swiss Life unabhängig und ohne Beeinflussung durch die Gesuchstellerin.

22. Schliesslich vereinbaren die Gesuchstellerin und die ZKB, dass erstere während der Dauer des Rückkaufprogramms der mit dem Rückkaufprogramm betrauten Handelsabteilung der ZKB keine kursrelevanten Informationen zukommen lassen wird. Allfällige weitere Geschäftsverbindungen während des Rückkaufs, in deren Rahmen die ZKB direkt oder indirekt Kenntnis über kursrelevante Informationen der Swiss Life erhält (z.B. Kreditfinanzierungen), sind möglich. Sie setzen gemäss der Vereinbarung aber voraus, dass die ZKB intern eine Informationssperre (Chinese Wall) zwischen den involvierten Abteilungen und Personen errichtet.

23. Das von der Gesuchstellerin geplante Vorgehen lehnt sich an die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie (*Richtlinie 2003/6/EG vom 28. Januar 2003*) sowie an Art. 6 Abs. 3 lit. b VO 2273/2003 (*Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates - Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmassnahmen, ABI 336/33 vom 23. Dezember 2003*) an. Es erscheint als eben so gut geeignet, das Ausnutzen der Kenntnis von nicht allgemein zugänglichen preissensitiven Informationen zu vermeiden, wie der Unterbruch während eines Bekanntgabeaufschubs gemäss Ziff. III 3.1 Punkt 1 der Mitteilung Nr. 1. Die beantragte Ausnahme kann daher gewährt werden, unter der Auflage, dass im Falle eines Stopps des Rückkaufs auf Weisung der Gesuchstellerin (vgl. oben N 21) eine Wiederaufnahme nicht während eines Bekanntgabeaufschubs gemäss Art. 72 Abs. 2 KR-SWX erfolgen darf.

24. Abschliessend ist darauf hinzuweisen, dass der Ausschuss das vorliegende an die EU-Regelung angelehnte Vorgehen als gute Alternativmassnahme zum Unterbruch während Black-out-Perioden gemäss Mitteilung Nr. 1 Ziff. III. 3.1 betrachtet. Insbesondere ist es dem in der Empfehlung vom 22. März 2005 i.S. *Swisscom AG* (Erw. 2 m.w.H.) skizzierten Vorgehen vorzuziehen.

5. Publikation

25. Die Gesuchstellerin beantragt, die Veröffentlichung der Empfehlung bis nach der ordentlichen Generalversammlung vom 8. Mai 2008 hinauszuschieben. Diesem Gesuch kann stattgegeben werden. Die Empfehlung ist am 9. Mai 2008 auf der Website der Übernahmekommission zu veröffentlichen.

6. Gebühr

26. In Anwendung von Art. 23 Abs. 5 BEHG und Art. 62 Abs. 6 UEV-UEK ist für die Prüfung des Gesuchs eine Gebühr von CHF 30'000 zu erheben.

Gestützt auf diese Erwägungen erlässt die Übernahmekommission die folgende Empfehlung:

1. Der für den Zeitraum vom 9. Mai 2008 bis 30. Oktober 2009 geplante Rückkauf eigener Aktien der Swiss Life Holding wird von der Anwendung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote freigestellt. Sie ist damit den in Mitteilung Nr. 1 der Übernahmekommission vom 28. März 2000 Ziffern III. 1 und 3 definierten Regeln unterstellt.
2. Der Swiss Life Holding wird in Abweichung von Ziff. III. 1.1 der Mitteilung Nr. 1 gestattet, maximal 10 Millionen Aktien zurückzukaufen.
3. Der Swiss Life Holding wird – unter Voraussetzung der Delegation an die ZKB gemäss Erw. 4 – in Abweichung von Ziffer III. 3.1 Punkt 1 der Mitteilung Nr. 1 gestattet, auf den Unterbruch des Rückkaufs bei Bekanntgabeaufschub einer kursrelevanten Tatsache zu verzichten. Diese Ausnahmegewährung erfolgt unter der Auflage, dass bei einem durch die Swiss Life Holding angeordneten Stopp des Rückkaufs die Wiederaufnahme nicht während eines solchen Bekanntgabeaufschubs erfolgt.
4. Die Swiss Life Holding wird aufgefordert, der Übernahmekommission das definitive Angebotsinserat in deutscher und französischer Sprache vor dessen Veröffentlichung einzureichen.
5. Die vorliegende Empfehlung wird am 9. Mai 2008 auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.
6. Die Gebühr zulasten der Swiss Life Holding beträgt CHF 30'000.

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:

- die Gesuchstellerin durch ihre Vertreter
- die Eidgenössische Bankenkommision