

B

**ÜBERNAHMEKOMMISSION
COMMISSIONE DELLE OPA**

**COMMISSION DES OPA
SWISS TAKEOVER BOARD**

Selnastrasse 30
Postfach
CH - 8021 Zürich

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

EMPFEHLUNG I

vom 12. Dezember 2006

Öffentliches Kauf- und Umtauschangebot der Glarner Kantonalbank, Glarus, für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Bank Linth, Uznach - Angebotsprospekt

A. Die Bank Linth, Uznach („Bank Linth“ oder „Zielgesellschaft“), ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Uznach. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 54'767'404 und ist eingeteilt in 805'403 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 68 („Bank-Linth-Aktien“). Die Aktien sind an der SWX Swiss Exchange („SWX“), im Segment „Swiss Local Caps“ kotiert. Die Statuten der Bank Linth enthalten keine Opting out-Klausel.

B. Die Glarner Kantonalbank, Glarus („Glarner Kantonalbank“ oder „Anbieterin“), ist eine selbständige Anstalt des öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit und Sitz in Glarus. Ihr Kapital besteht in einem vom Kanton Glarus zur Verfügung gestellten Dotationskapital von CHF 55 Millionen.

C. Am 3. November 2006 veröffentlichte die Glarner Kantonalbank in den elektronischen Medien die Voranmeldung des öffentlichen Kauf- und Umtauschangebots von CHF 330 in bar netto und ein neu auszugebender Partizipationsschein („PS“) der Glarner Kantonalbank zum Preis von CHF 130. Diese Ankündigung wurde am 6. November 2006 in den Tageszeitungen landesweit veröffentlicht.

D. Am 23. November 2006 veröffentlichte die Glarner Kantonalbank den Emissionsprospekt betreffend die Ausgabe von 808'823 PS (vgl. lit. C; „Emissionsprospekt“).

E. Am 30. November 2006 veröffentlichte die Glarner Kantonalbank den Angebotsprospekt. Im Angebotsprospekt wurde die Barkomponente des Angebotspreises von CHF 330 auf CHF 350 erhöht. Ebenso wurde dieser neben einem Bewertungsbericht von Ernst & Young AG, Zürich („Ernst & Young“) betreffend Bewertung des PS auf ihrer Homepage aufgeschaltet.

F. Mit verfahrensleitender Anordnung vom 30. November 2006 wurde der Bank Linth bis zum 4. Dezember 2006 Frist angesetzt, um zum Angebot und zum Bewertungsbericht von Ernst & Young Stellung zu nehmen. Die Glarner Kantonalbank hatte bis zum 6. Dezember 2006 Zeit, um sich zur Eingabe der Bank Linth zu äussern. Auf die bei der Übernahmekommission fristgerecht eingegangenen Stellungnahmen wird – soweit erforderlich – im Rahmen der Erwägungen eingegangen.

G. Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus Herrn Hans Rudolf Widmer (Präsident), Frau Claire Huguenin und Herrn Raymund Breu 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 jedoch nicht. Vielmehr hat eine Veröffentlichung der vollständigen Voranmeldung oder des vollständigen Angebotsprospekts innerhalb von drei Börsentagen in den Zeitungen zu erfolgen.

1.2 Im vorliegenden Fall enthielt die am 3. November 2006 in den elektronischen Medien publizierte Voranmeldung sämtliche von Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK geforderten Angaben. Die Publikation des Angebotsprospekts in den Tageszeitungen erfolgte rechtzeitig innert drei Börsentagen am 6. November 2006. Somit entfaltete die Voranmeldung ihre Wirkungen am 3. November 2006.

2. Einhaltung der Bestimmungen über den Mindestpreis

2.1 Allgemein

2.1.1 Gemäss Art. 10 Abs. 5 UEV-UEK muss sich das Angebot auf alle kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft erstrecken, wenn es so viele Beteiligungspapiere umfasst, dass bei deren Erwerb eine Angebotspflicht ausgelöst würde. Insbesondere muss dann der Angebotspreis den Bestimmungen über Pflichtangebote entsprechen (Art. 32 Abs. 4 und 5 BEHG; Art. 37 – 43 BEHV-EBK). Das Angebot der Glarner Kantonalbank erstreckt sich auf alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Bank Linth und überschreitet damit den Grenzwert von 33 1/3 % der Stimmrechte. Die Bestimmungen über den Mindestpreis gelangen demnach im vorliegenden Fall zur Anwendung.

2.1.2 Nach Art. 32 Abs. 4 BEHG darf der Angebotspreis zunächst höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen, den die Anbieterin in den zwölf letzten Monaten vor Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Da die Anbieterin während der letzten 12 Monate vor der Publikation der Voranmeldung weder Bank-Linth-Aktien noch Wandel- oder Optionsrechte zum Erwerb bzw. Verkauf von Bank-Linth-Aktien kaufte oder verkaufte, ist diese Bedingung somit im vorliegenden Fall erfüllt.

2.1.3 Gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG i.V.m. Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK muss der Angebotspreis überdies mindestens dem Durchschnitt der während der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung (Art. 9 Abs. 3 lit. a UEV-UEK) ermittelten Eröffnungskurse entsprechen. Die Voranmeldung entfaltete ihre rechtlichen Wirkungen am 3. November 2006 (vgl.

Erw. 1.2.). Der durchschnittliche Eröffnungskurs der Bank-Linth-Aktien der letzten 30 Börsentage vor diesem Datum beläuft sich auf CHF 435.20.

2.1.4 Der in casu im Angebot von der Anbieterin offerierte Preis beträgt CHF 480. Dieser setzt sich aus CHF 350 in bar zuzüglich eines neu auszugebenden Partizipationsscheins der Glarner Kantonalbank („PS“) mit einem im Angebotsprospekt angegebenen Wert von CHF 130 zusammen. Der PS ist nicht kotiert. Um festzustellen, ob die Regeln über den Mindestpreis eingehalten sind, muss im Folgenden abgeklärt werden, ob nicht kotierte PS angeboten werden dürfen, und ob beim PS von einem Wert von CHF 130 ausgegangen werden kann.

2.2 Zulässigkeit des Tausches gegen nicht kotierte Partizipationsscheine

2.2.1 Das Schweizer Übernahmerecht sieht bei der Abgeltung des Angebotspreises nicht nur eine Barzahlung vor, sondern erlaubt es der Anbieterin, den Aktionären der Zielgesellschaft ein Tauschangebot zu machen. Die Zulässigkeit von Tauschangeboten geht implizit aus der Definition des öffentlichen Kaufangebots in Art. 2 lit. e BEHG hervor, der sowohl Bar- als auch Tauschangebote dem Börsengesetz unterstellt, wie auch aus Art. 39 BEHV-EBK, welcher vorsieht, dass der Angebotspreis durch Barzahlung oder Tausch gegen Beteiligungspapiere geleistet werden kann.

2.2.2 Gemäss Art. 42 Abs. 2 BEHV-EBK können selbst in einem Pflichtangebot nicht kotierte Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden. Dies muss demzufolge a fortiori auch für ein freiwilliges Angebot wie das vorliegende gelten. Dies geht im Übrigen implizit auch aus Art. 24 Abs. 5 UEV-UEK hervor. Partizipationsscheine sind gemäss Art. 2 UEV-UEK Beteiligungspapiere. Demzufolge ist die teilweise Abgeltung des Angebotspreises durch Tausch gegen nicht kotierte Partizipationsscheine zulässig.

2.3 Pflicht zur Bewertung des zum Tausch angebotenen Partizipationsscheine

Nach Art. 24 Abs. 5 UEV-UEK hat bei einem Tauschangebot gegen Titel, die nicht an einer Hauptbörse kotiert sind, der Angebotsprospekt eine Bewertung der zum Tausch angebotenen Titel durch eine Prüfstelle zu enthalten. Die Glarner Kantonalbank bietet je Bank-Linth-Aktie CHF 350 in bar und einen PS. Der PS ist nicht kotiert. Eine Bewertung hat demnach durch eine unabhängige Prüfstelle zu erfolgen. Die Glarner Kantonalbank hat aus diesem Grund Ernst & Young mit der Bewertung des PS beauftragt. Ernst & Young hat in ihrem Bewertungsbericht („Bewertungsbericht“ oder „Bewertungsgutachten“) vom 27. November 2006 den Wert des PS auf CHF 131 bis 171 geschätzt. Unter Hinzurechnung der Barkomponente von CHF 350 sind die Regeln über den Mindestpreis demzufolge eingehalten. Die Prüfstelle bestätigt in ihrem Bericht gemäss Art. 25 BEHG ebenfalls, dass die Bestimmungen betreffend den Mindestpreis des Angebots eingehalten worden sind.

2.4 Transparenz des Angebotspreises

2.4.1 Gemäss Art. 17 Abs. 1 UEV-UEK hat der Angebotsprospekt alle Informationen zu enthalten, die notwendig sind, damit die Empfänger des Angebots ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können. In Bezug auf die Bewertung des PS bedeutet dies, dass die Offenlegung von Bewertungsgrundlagen und -methoden nur in allgemeiner Form nicht ausreichend ist. Vielmehr hat das Bewertungsgutachten zusätzlich – in analoger Anwendung der Anforderungen an den Detaillierungsgrad und den Informationsgehalt einer Fairness Opinion – die konkret für die Meinungsbildung des Bewertungsexperten herangezogenen Informationen und Grundlagen, getroffenen Bewertungsannahmen und angewandten Parameter sowie deren Herleitung offen zu legen (Empfehlung in Sachen *Gornergrat Bahn AG* vom 28. Juni 2005, Erw. 4.2.3). Nur eine solche Offenlegung

gewährleistet, dass die Angebotsempfänger die Einschätzung des Experten nachvollziehen und somit ihren Entscheid betreffend Annahme oder Ablehnung des Angebots in Kenntnis der Sachlage treffen können (vgl. Art. 17 Abs. 1 UEV-UEK). Die Offenlegung aller getroffenen Bewertungsannahmen sowie deren Herleitung ist im vorliegenden Fall aus folgenden Gründen umso wichtiger: Der Partizipationsschein, welcher Teil des Angebotspreises bildet, ist nicht kotiert, sondern wird speziell im Hinblick auf das Übernahmeangebot geschaffen. Ferner bestehen auch keine kotierten Aktien der Glarner Kantonalbank, welche als „Vergleichsmaßstab“ für die Bewertung des Partizipationsscheins dienen könnten. Damit lässt sich dessen Wert für aussenstehende Dritte nur sehr schwer nachvollziehen.

2.4.2 Der Bewertungsbericht von Ernst & Young wurde vor dessen Publikation der Übernahmekommission nicht zur Prüfung vorgelegt. Eine Prüfung dieses Bewertungsberichts hat ergeben, dass dieser in Bezug auf den Offenlegungsgrad und folglich die Transparenz nicht vollständig den Anforderungen der Übernahmekommission entspricht. Ernst & Young hat demnach die folgenden Punkte ihres Bewertungsgutachtens zu überarbeiten bzw. zu präzisieren:

- Ernst & Young hat zu bestätigen, dass sie keine Kenntnis davon hat, dass seit Abschluss ihrer Arbeiten (2. November 2006) und dem 27. November 2006 (bedeutende) Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder der Geschäftsaussichten bei der Glarner Kantonalbank eingetreten sind, welche einen Einfluss auf ihre Bewertung haben könnten (s. Angebotsprospekt, 1).
- Der Bewertungsbericht erwähnt auf Seite 5 gewisse Risiken, welche mit der weiteren Entwicklung der Glarner Kantonalbank verbunden sind. Diese Risiken sind zu erläutern.
- Bei der Umschreibung der angewandten Methode (Bewertungsbericht, 5) hat Ernst & Young anzugeben, ob ein Entity- oder ein Equity-Approach angewendet wurde. Sollte sie einen Entity-Approach angewendet haben, hat sie zu erläutern, wie der WACC (Weighted Average Cost of Capital), der zur Diskontierung verwendet wurde, definiert wurde. Ebenso hat sie alle Komponenten des WACC und deren Herleitung im Bewertungsgutachten anzugeben, insbesondere den Fremdkapitalkostensatz, den Ertragssteuersatz und die Zielkapitalstruktur. Sollte sie einen Equity-Approach angewendet haben, hat sie zu begründen, wieso angenommen werden darf, dass der Free Cash Flow dem Unternehmensgewinn entspricht, und wieso die Berücksichtigung weiterer Faktoren (wie z.B. Veränderung des verzinslichen Fremdkapitals, Fremdkapitalzinsen etc.) nicht notwendig war.
- Die getroffene Annahme, dass sich die jährlichen Abschreibungen auf die Höhe der jährlichen Investitionen in das Anlagevermögen belaufen, ist zu begründen (Bewertungsbericht, 5f.).
- Der Detailplanungshorizont (explizite Prognoseperiode) ist ausdrücklich anzugeben und es ist im Detail zu erläutern, wie der Residualwert bestimmt wurde (wurde der gleiche Diskontierungssatz wie in der expliziten Prognoseperiode angewendet? etc.). Insbesondere sind die in der Bewertung getroffenen Annahmen über die Entwicklung der zukünftigen Cash Flows nach der expliziten Prognoseperiode offen zu legen (Konzept einer ewigen Rente oder Mehrstufenmodell? etc.). Im Übrigen ist auch anzugeben, wie viel Prozent der Residualwert vom berechneten Unternehmenswert ausmacht.
- In Bezug auf den Minderheitsabschlag von 25% vom DCF-Wert des einzelnen Partizipationsscheins (Bewertungsbericht, 7) sind die im Bericht erwähnten „empirischen Studien“, welche zur Quantifizierung dieses Abschlags herangezogen wurden, zu benennen.
- Der Bewertungsbericht hat transparent zu beschreiben, wie der Wert des Partizipationsscheins genau ermittelt wurde (Verteilung des Gesamtwerts im Verhältnis der Nennwerte des Dotationskapitals und des Partizipationsscheins). Überdies ist zu erläutern, weshalb in der Übersicht auf Seite 8 des Bewertungsberichts davon ausgegangen wird, dass der Glarner Kantonalbank aus der Emission der Partizipationsscheine Barmittel zufließen.

- Im Bewertungsbericht wird angegeben, man habe zwei alternative Finanzplanungen vorbereitet (Bewertungsbericht, 6). Der Bewertungsbericht hat anzugeben, wie diese Alternativszenarien die wichtigsten Werttreiber beeinflusst haben (z.B. Free Cash Flow, WACC bzw. Eigenkapitalkostensatz, relevante Margen etc.) und es ist in Form einer Sensitivitätsanalyse deren Einfluss auf den Unternehmenswert bzw. den Wert des einzelnen Partizipationsscheins offen zu legen.

3. Best Price Rule

3.1 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 (siehe u.a. Empfehlung vom 28. November 2005 in Sachen *Société Montreux-Palace SA*, Erw. 5).

3.2 Die Zielgesellschaft moniert, dass die BZ Bank Aktiengesellschaft, Wilen („BZ Bank“) als Vertreterin der Anbieterin am 13. November 2006 – also nach Veröffentlichung der Voranmeldung – 1'500 Bank-Linth-Aktien zu einem Preis von CHF 500 gekauft habe. Es müsse dabei davon ausgegangen werden, dass die BZ Bank im Auftrag der Anbieterin gehandelt habe. Der Angebotspreis sei daher auf CHF 500 zu erhöhen.

3.3 Einer der Übernahmekommission vorgelegten schriftlichen Bestätigung der BZ Bank vom 5. Dezember 2006 ist zu entnehmen, dass die BZ Bank seit dem 3. November 2006 für die Anbieterin Bank-Linth-Aktien für jeweils höchstens CHF 480 erworben habe. Daneben habe sie im Rahmen ihrer ordentlichen Geschäftstätigkeit auch Aufträge für Kunden ausgeführt, wobei teilweise höhere Preise bezahlt worden seien. Es besteht damit für die Übernahmekommission kein Grund anzunehmen, dass die Anbieterin die Best Price Rule verletzt hat, zumal auch die Prüfstelle in ihrem Bericht explizit bestätigt hat, dass die Empfänger des Angebots gleichbehandelt werden.

4. Angaben im Angebotsprospekt

4.1 Grundsatz

Gemäss Art. 17 Abs. 1 UEV-UEK hat der Angebotsprospekt alle Informationen zu enthalten, die notwendig sind, damit die Angebotsempfänger ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können.

4.2 Emissionsprospekt als Bestandteil des Angebots

Der Bankrat und die Geschäftsleitung der Anbieterin hatten im Zusammenhang mit der Lancierung des Angebots am 17. Oktober 2006 bzw. am 2. November 2006 beschlossen, ein Partizipationskapital zu schaffen und maximal 808'823 PS im Nennwert von CHF 34 auszugeben. Am 23. November 2006 wurde der Emissionsprospekt veröffentlicht und ist seither zusammen mit dem Angebotsprospekt auf der Website der Anbieterin abrufbar. Der Emissionsprospekt enthält für den Anleger wesentliche Informationen, die teilweise im Angebotsprospekt keine Aufnahme gefunden haben. Da der Emissionsprospekt materiell als Bestandteil des Angebotes zu werten ist, ist im Angebotsprospekt explizit auf diesen und auf den Link, wo dieser auf der Website der Anbieterin abrufbar ist, hinzuweisen.

4.3 Bezeichnung des Angebots

4.3.1 Die Zielgesellschaft macht in ihrer Stellungnahme geltend, die Anbieterin habe in den vergangenen Wochen mittels Pressemitteilungen verschiedentlich versucht, den Eindruck zu erwecken, es handle sich beim vorliegenden Angebot um ein freundliches, was indes nicht der Wahrheit entspreche. Dieser Eindruck sei sowohl im Emissionsprospekt betreffend die Ausgabe der PS vom 23. November 2006 als auch im Angebotsprospekt aufrechterhalten worden.

4.3.2 Die von der Anbieterin und der Zielgesellschaft im Vorfeld zum vorliegenden Angebot in den Medien verbreiteten Äusserungen zum Angebot sind nicht Gegenstand des vorliegenden Prüfverfahrens. Immerhin kann aber festgehalten werden, dass insbesondere aus den Medienmitteilungen der Zielgesellschaft klar hervorgegangen ist, dass sie an einer Übernahme der Anbieterin nicht interessiert sei (vgl. Medienmitteilung der Bank Linth vom 3. November 2006 mit der Überschrift „Bank Linth an Übernahme durch Glarner Kantonalbank nicht interessiert“). Im Prospekt wird im Übrigen lediglich festgehalten, dass die Glarner Kantonalbank „mit der angestrebten Übernahme der Bank Linth [...] ihre Wachstumsstrategie umsetzen und gemeinsam mit der Bank Linth zur führenden Bank für Private und KMU [...] werden“ wolle (vgl. S. 3 Angebotsprospekt). Dass die Öffentlichkeit im Prospekt über die Freundlichkeit bzw. Feindlichkeit des Angebots getäuscht worden wäre, kann somit nicht daraus geschlossen werden.

4.4 Angaben zur Anbieterin

Bei der Anbieterin handelt es sich um eine selbständige Anstalt des öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit. Die Rechtsgrundlage ist das kantonale Gesetz über die Glarner Kantonalbank vom 4. Mai 2003 („Kantonalbankgesetz“; vgl. S. 5 des Prospektes). Die Glarner Kantonalbank ist mithin keine Publikumsgesellschaft. Dies erfordert, dass im Angebotsprospekt zumindest die Organe der Anbieterin zu bezeichnen und insbesondere die Pflichten und Befugnisse des Bankrates gemäss Art. 15 Kantonalbankgesetz aufzuführen sind. Ferner kommen dem Glarner Landrat als kantonale Behörde Befugnisse gemäss Art. 23 des Kantonalbankgesetzes zu, die im Prospekt einzeln zu nennen sind.

4.5 Angaben über die Finanzierung des Angebots

4.5.1 Die Zielgesellschaft moniert, die Finanzierung der Übernahme der Bank Linth sei nicht nachhaltig und berge grosse Risiken. Es sei deshalb durch die Prüfstelle bzw. durch die EBK zu bestätigen, dass die Eigenmittelunterlegungsvorschriften sowohl auf Stufe Glarner Kantonalbank als auch auf konsolidierter Basis bei Andienung von 100% der Bank-Linth-Aktien in genügendem Umfang erfüllt seien.

4.5.2 Der Angebotsprospekt muss Angaben über die Art der Finanzierung sowie die Bestätigung der Prüfstelle enthalten, dass die Mittel zur Finanzierung verfügbar sind. Werden Titel zum Tausch angeboten, die noch nicht verfügbar sind, so hat der Anbieter zu bestätigen, dass alle für die Beschaffung der Titel notwendigen Massnahmen getroffen worden sind (Art. 20 UEV-UEK). Diesen Anforderungen ist die Anbieterin in ihrem Prospekt nachgekommen (Ziff. 6 und 8 des Prospekts). Weder die Prüfstelle noch die EBK hatten in ihren Berichten bzw. Schreiben gegen die Finanzierung Einwände erhoben. Den Angaben im Angebotsprospekt zur Finanzierung des Angebots ist damit genügend Rechnung getragen.

4.6 Stellung der PS-Inhaber

4.6.1 Partizipationsreglement

4.6.1.1 Die Zielgesellschaft bemängelt, die künftige Rechtsstellung der PS-Inhaber ergebe sich vor allem aufgrund des Partizipationsreglements der Anbieterin; dieses stehe den Aktionären der Bank Linth indes gegenwärtig nicht zur Verfügung.

4.6.1.2 Unter dem Titel „Rechte der Partizipanten“ wird im Angebotsprospekt auf S. 6 darauf hingewiesen, dass die Inhaber der PS Anrecht auf eine Dividende und auf einen verhältnismässigen Anteil am Liquidationsergebnis der Anbieterin haben. Im Übrigen wird auf das Partizipationsreglement verwiesen. Das „Reglement über die Ausgabe von Partizipationsscheinen“ vom 17. Oktober 2006 („Partizipationsreglement“), welches zehn Paragraphen umfasst, ist zwar auf der Website der Anbieterin abrufbar, da dieses Reglement indes für den Anleger wesentliche Informationen enthält, ist die Anbieterin dazu aufzufordern, den vollständigen Inhalt des Reglements im Prospekt wiederzugeben.

4.6.2 Handelbarkeit der PS

Unter Ziff. 4 des Angebotsprospekts wird unter dem Titel Übertragbarkeit/Handel erwähnt, dass die PS frei übertragbar seien und die Glarner Kantonalbank einen ausserbörslichen Handel auf telefonischer Basis sicher stellen werde. Im Prospekt wird zu wenig ausgesagt über diesen geplanten ausserbörslichen Handel, insbesondere über die zu erwartende Liquidität der PS. Hierbei handelt es sich um eine für die Bank-Linth-Aktionäre wesentliche Information. Die Anbieterin hat in ihrem Prospekt eine Einschätzung der Liquidität der PS abzugeben.

4.6.3 Gewinnausschüttung

Weiteres wesentliches Entscheidkriterium für einen Anleger sind die Bestimmungen betreffend Gewinnausschüttung. Im Angebotsprospekt wird unter Ziff. 4 unter „Rechte der Partizipanten“ ausgeführt, dass die Inhaber der PS Anrecht auf eine Dividende haben, die anteilmässig der Gewinnausschüttung an den Kanton entspricht. Art. 25 des Kantonalbankgesetzes hält fest, dass von dem sich aus der Bilanz ergebenden Jahresgewinn, der nach Vornahme der im Bankwesen üblichen Abschreibungen und Rückstellungen verbleibt, 10% den gesetzlichen Reserven, 10% den Strukturreserven, mindestens 35% den offenen Reserven zugewiesen werden. Den PS-Inhabern wird eine angemessene Dividende entrichtet und vom verbleibenden Teil werden 100% dem Kanton zugewiesen. Die Anbieterin ist dazu anzuhalten, diese Bestimmung explizit in den Prospekt aufzunehmen bzw. der Prospekt ist mit dem Link zu versehen, der auf diese Bestimmung führt.

4.7 Absichten der Anbieterin betreffend die Zielgesellschaft

Hinsichtlich ihrer Absichten betreffend die Bank Linth äussert sich die Anbieterin unter anderem dahingehend, dass sie sich *vorbehalte*, den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft neu zu besetzen, die Bank-Linth-Aktien zu dekotieren und gegebenenfalls eine Kraftloserklärung zu beantragen (S. 7/8). Entsprechend dem Titel im Angebotsprospekt („Absichten der Glarner Kantonalbank betreffend Bank Linth“) ist die Anbieterin dazu anzuhalten, diese Vorbehalte in *Absicht*serklärungen umzuformulieren.

4.8 Zusätzliche Angaben im Falle eines öffentlichen Tauschangebots

4.8.1 Gemäss Art. 24 UEV-UEK hat der Angebotsprospekt im Fall von öffentlichen Umtauschangeboten zusätzliche Angaben zu enthalten. Im zu beurteilenden Fall muss der Angebotsprospekt eine Beschreibung der Rechte, die mit den zum Umtausch angebotenen Titeln verbunden sind enthalten (Art. 24 Abs. 1 UEV-UEK). Ferner hat der Angebotsprospekt anzugeben, wo die drei letzten Jahresberichte und der letzte Zwischenbericht der Anbieterin bezogen werden können (Art. 24 Abs. 2 UEV-UEK). Die Glarner Kantonalbank kommt diesen Anforderungen im Prospekt nach (S. 5).

4.8.2 Werden den Aktionären der Zielgesellschaft Titel zum Umtausch angeboten, unterliegt die Anbieterin bzw. die Gesellschaft, deren Titel zum Umtausch angeboten werden, denselben Berichterstattungspflichten wie die Zielgesellschaft (vgl. Empfehlung vom 28. Juni 2005 in Sachen *Gornergrat Bahn AG*, Erw. 7.4). Die Glarner Kantonalbank hat den Halbjahresbericht per 30. Juni 2006 sowie den Quartalsabschluss per 30. September 2006 veröffentlicht und weist im Angebotsprospekt darauf hin, dass seit Ende September 2006 keine wesentlichen Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten eingetreten sind (S. 5). Die Glarner Kantonalbank ist somit auch der oben erwähnten Anforderung und Art. 24 Abs. 3 UEV-UEK nachgekommen.

5. Bedingungen

5.1 Allgemeines

5.1.1 Gemäss Art. 9 Abs. 1 UEV-UEK muss die Anbieterin innerhalb von sechs Wochen nach Publikation der Voranmeldung ein Angebot veröffentlichen, das den Konditionen der Voranmeldung entspricht. Eine im Angebotsprospekt genannte Bedingung muss deshalb bereits in der Voranmeldung enthalten sein (Art. 7 Abs. 2 lit. f UEV-UEK). Im vorliegenden Fall wurden die im Angebotsprospekt enthaltenen Bedingungen bereits in der Voranmeldung aufgeführt.

5.1.2 Die im Prospekt enthaltenen Bedingungen lauten wie folgt:

„Das Angebot steht unter den folgenden Bedingungen:

1. Bis zum Ende der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist werden der Glarner Kantonalbank mindestens zwei Drittel der zu diesem Zeitpunkt ausgegebenen Namenaktien der Bank Linth rechtsgültig angedient.
2. Kein Urteil, keine Verfügung oder keine andere behördliche Anordnung wird erlassen, welche dieses Angebot oder dessen Durchführung verbietet oder für unzulässig erklärt.

Die Glarner Kantonalbank behält sich das Recht vor, auf eine oder mehrere dieser Bedingungen ganz oder teilweise zu verzichten.“

5.1.3 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.

5.1.4 Ausnahmsweise kann ein öffentliches Kaufangebot 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 in Sachen *Centerpulse AG* vom 16. April 2003, Erw. 5).

5.2. Bedingung a)

5.2.1 Bedingung a) hält fest, dass das Angebot zustande gekommen gilt, wenn bis zum Ende der Angebotsfrist der Glarner Kantonalbank mindestens zwei Drittel der zu diesem Zeitpunkt ausgegebenen Namenaktien der Bank Linth rechtsgültig angedient werden.

5.2.2 Die Zielgesellschaft führt aus, das Angebot sei bezüglich dieser Bedingung dadurch zu ergänzen, dass auf die Möglichkeit des Verzichts auf den Erwerb einer 2/3-Mehrheit (gegebenenfalls auf eine einfache Mehrheit) verzichtet werde oder aber es sei, alternativ, um eine Darlegung der Verhältnisse zu ergänzen, wie sie bestehen würden, wenn die Glarner Kantonalbank auf die Bedingung einer Mehrheitsbeteiligung verzichtete. Das Angebot sei gegenwärtig intransparent, weil für den PS-Inhaber nicht ersichtlich sei, welche Situation eintreten werde, falls die Glarner Kantonalbank sich mit einer Minderheitsposition begnügen würde.

5.2.3 Vorliegend handelt es sich um eine aufschiebende Bedingung, die grundsätzlich in dieser Form von der Übernahmekommission als zulässig erachtet wird. Insbesondere ist die Schwelle von 2/3 nicht als unrealistisch hoch einzustufen. Gemäss Art. 13 Abs. 3 UEV-UEK kann sich der Anbieter im Angebot sodann vorbehalten, auf gewisse Bedingungen zu verzichten. Dies hat die Anbieterin im Prospekt getan. Entgegen der Ansicht der Zielgesellschaft hat sich die Anbieterin dabei nicht über allfällige Auswirkungen im Falle eines Verzichts zu äussern.

5.3 Bedingung b)

Die Bedingung b) hält fest, dass kein Urteil, keine Verfügung oder keine andere behördliche Anordnung erlassen wird, die dieses Angebot oder dessen Durchführung verbietet oder für unzulässig erklärt. Die Anbieterin hält in ihrem Angebotsprospekt fest, dass es sich hierbei um eine auflösende Bedingung handelt.

Gemäss ständiger Praxis der Übernahmekommission ist eine Bedingung, welche vorsieht, dass kein Gericht und keine Behörde einen Entscheid oder eine Verfügung erlassen, die den Vollzug des Angebots verhindert, verbietet oder für unzulässig erklärt, sowohl als aufschiebende als auch als auflösende Bedingung zulässig (vgl. Empfehlung in Sachen *Forbo Holding AG* vom 7. März 2005, Erw. 6.2.5; Empfehlung in Sachen *Disetronic Holding AG* vom 19. März 2003, Erw. 6.2.1). Bedingung b) ist demzufolge auch als auflösende Bedingung zulässig.

6. Bericht des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft

6.1 Zeitpunkt und Ort der Veröffentlichung

6.1.1 Gemäss Art. 29 Abs. 1 BEHG hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einen Bericht zu veröffentlichen, in dem er zum Angebot Stellung nimmt. Der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft ist gemäss Art. 32 Abs. 2 UEV-UEK spätestens am 15. Börsentag nach Veröffentlichung des Angebots zu publizieren. Im vorliegenden Fall ist der entsprechende Zeitpunkt somit der 21. Dezember 2006.

6.1.2 Der Bericht ist landesweit bekannt zu machen, indem er in mindestens zwei Zeitungen, in denen das Angebot publiziert wurde, veröffentlicht wird. Der Bericht muss auch mindestens einem

der bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreitet, zugestellt werden (Art. 32 Abs. 1 und 2 UEV-UEK). Der Verwaltungsratsbericht der Zielgesellschaft hat nach Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK *sämtliche* Informationen zu enthalten, die notwendig sind, damit die Angebotsempfänger ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können.

6.2 Jahres- oder Zwischenabschluss

6.2.1 Art. 29 Abs. 1 BEHG verpflichtet den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, die ihm bekannten und nicht veröffentlichten Angaben über den Gang der laufenden Geschäfte offen zu legen. Gemäss Praxis der Übernahmekommission hat der Verwaltungsrat in denjenigen Fällen, in denen der Bilanzstichtag des letzten veröffentlichten Jahres- oder Zwischenberichts der Zielgesellschaft bis zum Ende der Angebotsfrist mehr als sechs Monate zurückliegt, einen aktuellen Zwischenabschluss zu erstellen. Dieser ist als Teil des Berichts des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft zu betrachten und entsprechend zu veröffentlichen (vgl. Empfehlung in Sachen *Pelham Investments SA* vom 1. Oktober 2004, Erw. 4.1.1 sowie Empfehlung in Sachen *Scintilla AG* vom 30. Juni 2004, Erw. 6.1.4).

6.2.2 Sind seit dem Stichtag des letzten publizierten Jahres- oder Zwischenabschlusses bis *zum Ende der Angebotsfrist* mehr als sechs Monate vergangen, ist eine Veröffentlichung eines aktuellen Zwischenabschlusses erforderlich.

6.2.3 Der letzte von der Bank Linth publizierte Jahresabschluss ist derjenige per 31. Dezember 2005. Bank Linth hat per 30. Juni 2006 einen Zwischenbericht erstellt. Die Angebotsfrist wird am 14. Dezember 2006 zu laufen beginnen und endet frühestens am 17. Januar 2007 (vgl. Art. 14 Abs. 3 UEK-UEV). Die Zielgesellschaft wird daher einen aktuellen Zwischenabschluss zu erstellen haben. Dieser ist als Teil des Berichts des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft zu betrachten und gemäss Praxis der Übernahmekommission entsprechend zu veröffentlichen.

6.3 Besondere Informationen

Gemäss Art. 30 UEV-UEK hat der Verwaltungsrat in seinem Bericht besondere Informationen anzugeben, insbesondere welche Abwehrmassnahmen die Zielgesellschaft zu ergreifen beabsichtigt, sowie die Beschlüsse der Generalversammlung, welche in Anwendung von Art. 29 Abs. 2 des Börsengesetzes (BEHG) gefasst wurden.

6.4 Interessenkonflikte

6.4.1 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 (statt vieler vgl. Empfehlung in Sachen *Swiss International Air Lines AG* vom 28. April 2005, Erw. 7.2.1).

6.4.2 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 vermei-

den, dass sich diese Konflikte zum Nachteil der Empfänger des Angebots auswirken (Empfehlung in Sachen *Centerpulse AG* vom 16. April 2003, Erw. 6.2).

6.5 Fairness Opinion

Sollte sich der Verwaltungsrat der Bank Linth in seiner Stellungnahme auf eine unabhängige Beurteilung des Angebotspreises durch einen Experten („Fairness Opinion“) stützen, wird die Fairness Opinion Bestandteil des Berichts des Verwaltungsrats. Diese ist demzufolge vollumfänglich offen zu legen, gleichzeitig mit dem Bericht zu veröffentlichen und im selben Umfang zu begründen. Damit die Fairness Opinion gemäss Art. 29 Abs. 4 UEV-UEK hinreichend begründet ist, sind die vom Experten konkret für seine Meinungsbildung herangezogenen Bewertungsmethoden, die getroffenen Bewertungsannahmen und die angewandten Parameter und deren Herleitung offen zu legen, so dass die Angebotsempfänger die Einschätzung des Experten nachvollziehen und somit ihren Entscheid betreffend Annahme oder Ablehnung des Angebots in Kenntnis der Sachlage treffen können (vgl. Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK). Zu diesem Zweck müssen auch die zur Erstellung der Fairness Opinion verwendeten Grundlagen und Informationen einzeln benannt werden.

7. Karenzfrist und Beginn der Angebotsfrist

7.1 Gemäss Art. 14 Abs. 1 UEV-UEK kann das Angebot in der Regel frühestens nach einer Karenzfrist von zehn Börsentagen nach seiner Veröffentlichung angenommen werden.

7.2 Unter der Auflage, dass die Glarner Kantonalbank die Änderungen und Ergänzungen des Angebotsprospekts spätestens bis zum 14. Dezember 2006 in einer separaten Ergänzung des Angebotsprospekts in denselben elektronischen Medien und Printmedien, in welchen der Angebotsprospekt publiziert wurde, veröffentlicht (Art. 18 UEV-UEK), kann die Angebotsfrist am 14. Dezember 2006 zu laufen beginnen. Dasselbe gilt für den neuen Bericht der Prüfstelle, welchen die Anbieterin zu veröffentlichen hat.

7.3 Werden die Änderungen und Ergänzungen des Angebotsprospekts sowie der neue Bericht der Prüfstelle nicht bis zum 14. Dezember 2006 in den Zeitungen veröffentlicht, wird die Karenzfrist bis zu deren Publikation in den Zeitungen verlängert. In diesem Fall hat die Anbieterin den Zeitplan im Angebotsprospekt entsprechend anzupassen. Zudem hat die Anbieterin die Öffentlichkeit über die Verschiebung des Beginns ihrer Angebotsfrist und die diesbezügliche Anpassung des Zeitplans ihres Angebots in analoger Anwendung von Art. 8 UEV-UEK spätestens am 14. Dezember 2006 vor Börsenbeginn zu informieren. D.h. die Information der Öffentlichkeit muss mindestens in einem der bedeutenden elektronischen Medien, die Börseninformationen verbreiten, erfolgen und innerhalb von 3 Börsentagen landesweit verbreitet werden, indem die Veröffentlichung in denselben Zeitungen veröffentlicht wird, in dem das Angebot publiziert wurde.

Wird der geänderte bzw. ergänzte Angebotsprospekt (inkl. Prüfstellenbericht) innert drei Börsentagen, d.h. spätestens am 19. Dezember 2006, in den Zeitungen veröffentlicht, ist eine separate Publikation der Information über die Verschiebung des Beginns der Angebotsfrist und die diesbezügliche Anpassung des Zeitplans ihres Angebots in den Zeitungen nicht mehr erforderlich.

8. Publikation

Die vorliegende Empfehlung wird nach Eröffnung an die Parteien auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.

9. Gebühren

Die Glarner Kantonalbank hält gemäss Angaben im Angebotsprospekt 4'156 Bank-Linth-Aktien. Das Angebot bezieht sich demzufolge auf mindestens 801'247 ausgegebene Bank-Linth-Aktien. Bei einem Angebotspreis von CHF 480 pro Titel liegt der Wert des gesamten Angebots bei CHF 384'598'560. Gemäss Art. 62 Abs. 2 i.V.m. Art. 62 Abs. 3 UEV-UEK wird folglich eine Gebühr von CHF 136'900 erhoben.

* * * * *

Die Übernahmekommission erlässt folgende Empfehlung:

1. Das öffentliche Kauf- und Tauschangebot der Glarner Kantonalbank, Glarus, an die Namenaktionäre der Bank Linth, Uznach, entspricht dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 unter der Auflage, dass die Glarner Kantonalbank
 - a) den Angebotsprospekt im Sinne der Erwägungen 4.2, 4.4, 4.6.1.2, 4.6.2, 4.6.3 und 4.7 ergänzt sowie
 - b) den Bewertungsbericht von Ernst & Young AG vom 27. November 2006 im Sinne der Erwägung 2.4.2 durch Ernst & Young AG anpassen lässt.
2. Die Übernahmekommission gewährt die Zustimmung zur auflösenden Bedingung (Art. 13 Abs. 4 UEV-UEK).
3. Die Prüfstelle wird verpflichtet, die Änderungen und Ergänzungen des Angebotsprospektes zu prüfen und der Übernahmekommission vor Beginn der Angebotsfrist einen neuen Bericht im Sinne von Art. 26 UEV-UEK zukommen zu lassen.
4. Die Glarner Kantonalbank, Glarus, hat die in Ziffer 1 a) des Dispositivs vorzunehmenden Änderungen und Ergänzungen des Angebotsprospekts sowie den neuen Bericht der Prüfstelle spätestens mit Beginn der Angebotsfrist, d.h. am 14. Dezember 2006, in einer separaten Ergänzung des Angebotsprospekts in derselben Form wie das Angebot zu veröffentlichen.
5. Die Glarner Kantonalbank, Glarus, hat den vollständigen, gemäss Ziff. 1 b) des Dispositivs angepassten Bewertungsbericht von Ernst & Young AG spätestens mit Beginn der Angebotsfrist, d.h. am 14. Dezember 2006, so wie im Angebotsprospekt vorgesehen, den Empfängern des Angebots zur Verfügung zu stellen.
6. Werden die in Ziffer 1 a) und b) vorzunehmenden Änderungen und Ergänzungen des Angebotsprospekts bzw. der angepasste Bewertungsbericht sowie der Bericht der Prüfstelle nicht bis zum 14. Dezember 2006 gemäss Ziffer 4 und 5 des Dispositivs veröffentlicht, wird die Karenzfrist bis zu deren Publikation verlängert.
7. Wird die Karenzfrist gemäss Ziffer 6 des Dispositivs verlängert, hat die Glarner Kantonalbank, Glarus, die Öffentlichkeit, in analoger Anwendung von Art. 8 UEV-UEK, spätestens am 14. Dezember 2006, über die Verschiebung des Beginns der Angebotsfrist und die diesbezügliche Anpassung des Zeitplans ihres Angebots vor Börsenbeginn zu informieren. Wird der geänderte bzw. ergänzte Angebotsprospekt (inkl. Prüfstellenbericht) sowie der Bewertungsbericht innert drei Börsentagen, d.h. spätestens am 19. Dezember 2006, in den Zeitungen veröffentlicht, ist eine separate Publikation der Information über die Verschiebung des Beginns ihrer Angebotsfrist und die diesbezügliche Anpassung des Zeitplans ihres Angebots in den Zeitungen nicht mehr erforderlich.
8. Die Bank Linth, Uznach, hat bis spätestens am 21. Dezember 2006 den Verwaltungsratsbericht entsprechend den Erwägungen 6 zu veröffentlichen.
9. Diese Empfehlung wird nach Eröffnung an die Parteien auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.

10. Die Gebühr zu Lasten der Glarner Kantonalbank, Glarus, beträgt CHF 136'900.

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:

- Glarner Kantonalbank, Glarus, durch ihren Vertreter;
- Bank Linth, Uznach, durch ihren Vertreter;
- die Eidgenössische Bankenkommision;
- die Prüfstelle.