



## Verfügung 909/02

vom 2. Oktober 2025

### Öffentliches Kaufangebot von ZI Zenith S.à r.l. an die Aktionäre von u-blox Holding AG – Einsprache von EQMC Europe Development Capital Fund und von QIF CCF – Mercer Investment Fund 2

#### Sachverhalt:

##### A.

U-blox Holding AG (**u-blox** oder die **[Ziel-]Gesellschaft**) ist eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht mit Sitz in Thalwil im Kanton Zürich (CHE-113.826.961). Der statutarische Zweck der Gesellschaft liegt im Erwerb, der Veräusserung und der Verwaltung von Beteiligungen an und der Finanzierung von in- und ausländischen Unternehmen sowie der Überwachung und Koordination solcher Beteiligungen, unter anderem auf dem Gebiet von Navigationssystemen. Die Gesellschaft kann Liegenschaften und Immaterialgüterrechte im In- und Ausland erwerben, belasten, verwerfen und verkaufen sowie alle kommerziellen, finanziellen und anderen Tätigkeiten ausüben, welche direkt oder indirekt den Zweck der Gesellschaft fördern oder mit ihm in Zusammenhang stehen.

Das per 26. August 2025 im Handelsregister des Kantons Zürich eingetragene Aktienkapital von u-blox beträgt CHF 78'388'831.50, eingeteilt in 7'465'603 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 10.50. Gemäss u-blox selbst beträgt per 25. August 2025 ihr Aktienkapital CHF 80'647'129.50, eingeteilt in 7'680'679 vollständig liberierte Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 10.50 (**u-blox-Aktien**). Gemäss den Statuten von u-blox wird das Aktienkapital um maximal CHF 3'919'440.00 durch die Ausgabe von höchstens 373'280 Namenaktien erhöht, die voll einbezahlt werden und einen Nennwert von jeweils CHF 10.50 aufweisen. Diese Erhöhung des Aktienkapitals erfolgt infolge der Ausübung von Optionsrechten oder der Zuteilung von Aktien an Mitarbeitende der Gesellschaft und ihrer Tochtergesellschaften basierend einem oder mehreren Beteiligungsplänen.

Gemäss eigenen Angaben hat u-blox per 25. August 2025 (dem zweitletzten Handelstag vor der Veröffentlichung des Angebotsprospekts) 215'076 u-blox-Aktien mit einem Nennwert von je CHF 10.50 aus bedingtem Kapital im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsplänen ausgegeben, die noch nicht im Handelsregister eingetragen sind. Des Weiteren besteht gemäss den Statuten von u-blox ein Kapitalband mit einer unteren Grenze von CHF 70'703'742.00 und einer oberen Grenze von CHF 86'075'191.00. Der Verwaltungsrat von u-blox ist ermächtigt, das Aktienkapital bis spätestens am 19. April 2029, jederzeit bei einer oder mehreren Gelegenheiten und mit beliebigem Betrag durch Ausgabe von bis zu 731'939 voll liberierten u-blox-Aktien mit einem Nennwert von je CHF 10.50 zu erhöhen oder das Aktienkapital durch Vernichtung von bis zu 731'939 u-blox-Aktien mit einem Nennwert von je CHF 10.50 herabzusetzen oder den Nennwert der bestehenden u-



blox-Aktien bis zur oberen Grenze respektive bis zur unteren Grenze zu erhöhen oder herabzusetzen.

Die u-blox-Aktien sind seit 2007 an der SIX Swiss Exchange (**SIX**) gemäss International Reporting Standard kotiert (Ticker-Symbol: UBXN; ISIN: CH0033361673; Valorennummer: 3.336.167). Die Statuten von u-blox enthalten weder eine Opting out- noch eine Opting up-Bestimmung.

**B.**

ZI Zenith S.à r.l. (**Zenith** oder die **Anbieterin**) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) nach luxemburgischen Recht mit Sitz in Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg, die am 26. Mai 2025 gegründet wurde. Zenith ist im Luxemburger Handels- und Gesellschaftsregister unter der Nummer B296826 eingetragen. Das Stammkapital von Zenith beträgt USD 18'000.

Zenith ist eine 100%-ige Tochtergesellschaft von ZI Zenith Lux Holdco 3 S.à r.l., Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg, welche eine 100%-ige Tochtergesellschaft von ZI Zenith Lux Holdco 2 S.à r.l., Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg, ist. Diese ist ihrerseits eine 100%-ige Tochtergesellschaft von ZI Zenith Lux Holdco 1 S.à r.l., Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg, die zu 100% von AI Global Investments II & Cy SCA, einer luxemburgischen Kommanditgesellschaft auf Aktien (*Luxembourg partnership limited by shares*) (handelnd durch ihren General Partner, AI Global Investments II GP S.à r.l.), kontrolliert wird, welche ihrerseits indirekt von gewissen Fonds gehalten wird, die von Advent International, L.P., Boston, Vereinigte Staaten (**Advent International**), verwaltet und/oder beraten werden. Bei Zenith handelt es sich somit um eine indirekte Tochtergesellschaft von durch Advent International verwalteten und/oder beratenen Advent-Fonds.

**C.**

Am 17. August 2025 schlossen Zenith und u-blox eine Transaktionsvereinbarung ab (act. 48/1). Darin verpflichtete sich Zenith u.a., selbst oder durch ein mit ihr verbundenes Unternehmen, ein Angebot für alle sich im Publikum befindenden u-blox-Aktien zu unterbreiten, und u-blox verpflichtete sich, das Angebot unter Berücksichtigung einer Fairness Opinion zu unterstützen und den Aktionären von u-blox zur Annahme zu empfehlen.

**D.**

Am 17. August 2025 hat Zenith separate Andienungsvereinbarungen mit den Mitgliedern des Verwaltungsrates und mit den Mitgliedern der Geschäftsleitung von u-blox sowie mit SEO Master Fund LP, abgeschlossen, in denen sich jeder von ihnen unter anderem dazu verpflichtete, alle von ihnen gehaltenen u-blox-Aktien im Rahmen des Angebots anzudienen.

**E.**

Am 17. August 2025 veröffentlichte Zenith die Voranmeldung des Angebots zu einem Preis von CHF 135.00 pro u-blox-Aktie (act. 45).



**F.**

Am 27. August 2025 wurden der Angebotsprospekt einschliesslich des Berichts des Verwaltungsrates von u-blox (act. 79) sowie die Fairness Opinion von IFBC AG (**IFBC**; act. 70/1 – act. 70/3) publiziert.

**G.**

Mit Verfügung 909/01 vom 29. August 2025 in Sachen *u-blox Holding AG* (**Verfügung 909/01**) stellte die Übernahmekommission (UEK) fest, dass das öffentliche Kaufangebot von Zenith an die Aktionäre von u-blox den Vorschriften des FinfraG und den ausführenden Verordnungen entspricht (Verfügung 909/01, Dispositiv Ziff. 1).

Mit Blick auf die Einhaltung der Best Price Rule führte die UEK aus, dass die Prüfung der Mitarbeiterbeteiligungspläne von u-blox vorbehalten blieb und dass zu diesem Thema eine separate Verfügung erlassen werden wird (Verfügung 909/01, Rn 30).

**H.**

Am 2. September 2025 gelangten EQMC Europe Development Capital Fund und QIF CCF – Mercer Investment Fund 2, beide verwaltet von Alantra EQMC Asset Management (die **Einsprecherinnen**), mit einer Eingabe an die UEK, in welcher sie u.a. den Erhalt der Parteistellung im vorliegenden Verfahren beantragten (die **Eingabe**; act. 99).

**I.**

Am 3. September 2025 wurde die Verfügung 909/01 auf der Website der UEK veröffentlicht (act. 100).

**J.**

Am 3. September 2025 stellte die UEK Zenith und u-blox die Eingabe zu und forderte Zenith und u-blox auf, zur Eingabe bis am 9. September 2025, 10:00 Uhr, Stellung zu nehmen (act. 101).

**K.**

Am 4. September 2025 verlangten die Einsprecherinnen Einsicht in die Verfahrensakten (act. 107), worauf ihnen mitgeteilt wurde, dass über deren Akteneinsichtsgesuch nach der entsprechenden Stellungnahme von Zenith und von u-blox zur Eingabe entschieden wird (act. 109).

**L.**

Am 5. September 2025 reichte u-blox ein Gesuch bei der UEK ein mit folgendem Antrag (**Gesuch Mitarbeiterbeteiligungspläne**; act. 111):

*«Es sei festzustellen, dass die im Zusammenhang mit dem Kaufangebot vorgesehene Behandlung der Mitarbeiteroptionen, Restricted Stock Units, Performance Share Units, Boni und Entschädigungen der Mitglieder der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft nicht gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz und*



*insbesondere nicht gegen die Best Price Rule (Art. 10 Abs. 1 UEV) verstösst bzw. letztere auslöst.»*

**M.**

Am 5. September 2025 ging bei der UEK eine Einsprache der Einsprecherinnen ein mit folgenden Anträgen (die **Einsprache**; act. 112/1):

*«1. Die Zielgesellschaft und eventualiter die ZI Zenith S.à.r.l. ("Anbieterin") seien anzuweisen, im Bericht des Verwaltungsrats oder eventualiter im Prospekt alle vereinbarten oder vorab erörterten oder beabsichtigten Incentivepläne, die nach der Übernahme der Kontrolle über die Zielgesellschaft durch die Anbieterin auf Mitglieder des Managements oder des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft, die dann weiterhin eine Schlüsselrolle einnehmen werden, anwendbar sein werden, offenzulegen;*

*2. Die Zielgesellschaft sei anzuweisen, im Bericht des Verwaltungsrats offenzulegen, (i) warum der Verwaltungsrat auf die Durchführung eines kompetitiven Bieterverfahrens unter Einbezug potenzieller strategischer Käufer verzichtet hat; (ii) alle Kontaktversuche von Parteien (einschliesslich strategischer Käufer), die in den letzten drei Jahren am Kauf einer mindestens relevanten Beteiligung an der Zielgesellschaft interessiert waren; und (iii) das Synergiepotenzial, das sich im Falle eines Zusammenschlusses mit einem strategischen Käufer bietet bzw. geboten hätte;*

*3. Die Zielgesellschaft und, soweit erforderlich, ihr Fairness Opinion-Anbieter seien anzuweisen, im Bericht des Verwaltungsrats (einschliesslich der Fairness Opinion) Folgendes offenzulegen bzw. zu tun:*

*(i) vollständige Gründe, warum der der Fairness Opinion zugrunde liegende Basisgeschäftsplan mit Bezug auf die Geschäftsjahre 2026 und 2027 vom prognostizierten Margenprofil, das in der Ergebnispräsentation für das erste Halbjahr 2025 offengelegt wurde, abweicht;*

*(ii) vollständige Gründe, warum der EV/EBITDA-Multiplikator von 9x, der sich implizit aus dem Endwert (Terminal Value in der DCF) von CHF 1.2 Mrd. im Jahr 2029 ergibt, deutlich unter den in der Fairness Opinion auf Seite 52 genannten Peer-Multiples von 14x bis 15x liegt;*

*(iii) vollständige Gründe, warum sich die Fairness Opinion für die Zwecke der Analyse von Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen nur auf die EV/EBITDA-Multiplikatoren für 2026 und 2027 stützt, obwohl die Jahre 2026 und 2027 in Bezug auf Umsatz und EBITDA-Marge offensichtlich noch niedrig sind und daher für andere Jahre nicht repräsentativ sind;*



*(iv) vollständige Gründe, warum sich die Fairness Opinion nur auf EV/EBITDA-Multiplikatoren stützt, obwohl es bei der skalengesteuerten Bewertung in der Halbleiterindustrie üblich ist, auch EV/Umsatz-Multiplikatoren einzubeziehen, insbesondere in Phasen der Erholung, in denen die Skaleneffekte noch geringere Auswirkungen haben;*

*(v) vollständige Gründe, warum sich die Fairness Opinion im Abschnitt "vergleichbare Transaktionen" nicht ausschliesslich auf die echten Vergleichswerte Airoha, ILI Technology, Broadcom und Richtek stützt, sondern auch Modul-/Terminal-Assembler umfasst, die nicht mit der Zielgesellschaft vergleichbar sind; und*

*(vi) wenn solche Abweichungen nicht oder nicht vollständig, wahr und transparent so erklärt werden können, dass die Fairness Opinion keine Änderung erfahren muss, die Fairness Opinion zu ändern und neu zu bewerten, ob das Angebot auf dieser Grundlage empfohlen werden kann oder nicht;*

*4. Die Zielgesellschaft sei anzuweisen, im Bericht des Verwaltungsrats offenzulegen, welche Personen des Verwaltungsrats und des Managements den Prozess und die Verhandlungen mit der Bieterin in erster Linie geführt haben, einschliesslich insbesondere unter Angabe des Zeitrahmens des Engagements, eines Zeitablaufs, der den Beteiligten zu jedem Zeitpunkt zur Verfügung stehenden Informationen und der jeweiligen Themen der verschiedenen Verhandlungsrunden;*

*5. Die Zielgesellschaft sei anzuweisen, (i) die vollständigen Bedingungen der Ausgabe der 215'076 Aktien, die am 25. August 2025 im Rahmen bestehender Incentivepläne ausgegeben wurden (vgl. Seite 16 des Prospekts), und insbesondere die Frage, ob bei der Ausgabe dieser Aktien ein Ermessen ausgeübt wurde, offenzulegen und (ii) den Wert und damit die Auswirkungen einer solchen Ausgabe auf den Preis zu erläutern;*

*6. Für die Dauer bis zur Offenlegung der oben erwähnten Informationen sei die Karenzfrist zu verlängern.»*

Auf die Begründung dieser Anträge wird, soweit erforderlich, in den Erwägungen eingegangen.

#### **N.**

Am 8. September 2025 stellte die UEK Zenith und u-blox die Einsprache zu, setzte diesen eine Frist bis am 12. September 2025, 14:00 Uhr, um zur Einsprache Stellung zu nehmen, und belies die Frist für die Eingabe betreffend die Parteistellung der Einsprecherinnen bis am 9. September 2025, 10:00 Uhr (act. 113).



**O.**

Am 9. September 2025 stellten Zenith (act. 115/1) und u-blox (act. 114/1) der UEK fristgerecht ihre Stellungnahmen betreffend die Gewährung der Parteistellung an die Einsprecherinnen zu. Darin brachten weder Zenith noch u-blox Einwände gegen die Parteistellung oder das Akteneinsichtsrecht der Einsprecherinnen vor.

**P.**

Mit verfahrensleitender Verfügung vom 9. September 2025 gewährte die UEK den Einsprecherinnen Parteistellung und das Recht, in die Verfahrensakten einzusehen (act. 117/1).

**Q.**

Am 12. September 2025 gingen fristgerecht die Stellungnahmen von Zenith (**Stellungnahme Zenith**, act. 125/1) und von u-blox (**Stellungnahme u-blox**, act. 126/1) zur Einsprache bei der UEK ein (beide zusammen die **Stellungnahmen**).

**R.**

Am 12. September 2025 stellte die UEK den Einsprecherinnen die Stellungnahmen zu und setzte ihnen eine Frist bis am 17. September 2025, 11:00 Uhr, um sich zu den Stellungnahmen zu äussern (act. 127).

**S.**

Am 17. September 2025 ging fristgerecht die Replik der Einsprecherinnen (**Replik**, act. 128/1) bei der UEK ein.

**T.**

Am 17. September 2025 stellte die UEK die Replik Zenith und u-blox zu und setzte ihnen eine Frist bis am 22. September 2025, 10:00 Uhr, um sich zur Replik zu äussern (act. 129).

**U.**

Am 22. September 2025 ging fristgerecht die Duplik von Zenith (act. 133/1) und von u-blox (act. 134/1) bei der UEK ein (beide zusammen die **Dupliken**).

**V.**

Am 22. September 2025 stellte die UEK die Dupliken den Einsprecherinnen informationshalber zu (act. 135).

**W.**

Am 22. September 2025 stellte die UEK das Gesuch Mitarbeiterbeteiligungspläne Zenith und den Einsprecherinnen zu und gab ihnen eine Frist zur Stellungnahme hierzu bis am 29. September 2025, 15:00 Uhr (act. 136).



## **X.**

Am 29. September 2025 gingen die Stellungnahmen von Zenith (act. 141/1) und von den Einsprecherinnen (act. 140) zum Gesuch Mitarbeiterbeteiligungspläne von u-blox fristgerecht bei der UEK ein.

## **Y.**

Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus Mirjam Eggen (Präsidentin), Isabelle Chabloz und Hans-Peter Wyss gebildet.

—

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

### **1. Eintretensvoraussetzungen**

[1] Eine qualifizierte Aktionärin oder ein qualifizierter Aktionär, die oder der am Verfahren bisher nicht teilgenommen hat, kann bei der UEK innerhalb von fünf Börsentagen nach der Veröffentlichung der ersten zum Angebot erlassenen Verfügung eine Einsprache erheben (Art. 58 Abs. 1 lit. a UEV). Eine qualifizierte Aktionärin oder ein qualifizierter Aktionär, die oder der die Parteistellung rechtzeitig beansprucht hat, aber nicht vor Erlass der Verfügung gehört werden konnte, kann nach Art. 58 Abs. 2 UEV innerhalb von fünf Börsentagen nach der Veröffentlichung derselben Einsprache erheben.

[2] Den Einsprecherinnen wurde mit verfahrensleitender Verfügung vom 9. September 2025 die Parteistellung erteilt. Sie haben ihre Einsprache am 5. September 2025 innerhalb von fünf Börsentagen nach der am 3. September 2025 erfolgten Veröffentlichung der ersten zum Angebot erlassenen Verfügung 909/01 eingereicht. Die Frist gemäss Art. 58 Abs. 2 UEV ist damit eingehalten. Auf die Einsprache wird somit eingetreten.

—

### **2. Antrag Ziff. 1: Offenlegung Mitarbeiterbeteiligungspläne von u-blox im Angebotsprospekt oder im Bericht des Verwaltungsrates**

#### **2.1 Ausführungen der Parteien**

[3] Mit Antrag Ziff. 1 der Einsprache beantragen die Einsprecherinnen, dass u-blox und eventualiter Zenith anzuweisen seien, im Bericht des Verwaltungsrates oder eventualiter im Prospekt alle vereinbarten oder vorab erörterten oder beabsichtigten Incentive-Pläne, die nach der Übernahme der Kontrolle über u-blox durch Zenith auf Mitglieder des Managements oder des Verwaltungsrates von u-blox, welche dann weiterhin eine Schlüsselrolle einnehmen werden, anwendbar sein werden, offenzulegen. Die Einsprecherinnen führen diesbezüglich aus, dass sie *«keinen Einblick in potenzielle Behalte-, Rollover-, Aktien- oder Bargeldvereinbarungen zwischen Advent, ZI Zenith*



*oder deren verbundenen Unternehmen und den verbleibenden Mitgliedern des Managements oder des Verwaltungsrats» haben. Diese «erhalten zwar den gleichen Hauptpreis pro Aktie wie andere Investoren, aber jede zusätzliche oder bedingte Vergütung – wie Boni, Earn-Outs, Optionen, Zahlungen bei Kontrollwechsel oder Pakete nach dem Abschluss – ist für die Beurteilung der Interessensgleichheit und Gleichbehandlung unmittelbar relevant.» Eine vollständige Transparenz «bei solchen Anreizvereinbarungen ist daher unerlässlich, unabhängig davon, ob sie bereits vereinbart wurden oder noch in der Vorbesprechung sind» (act. 112/2, Ziff. 1).*

[4] Zenith führt hierzu aus, dass weder mit der Geschäftsleitung noch mit dem Verwaltungsrat von u-blox «*künftige Incentive-Pläne vereinbart, und nicht einmal spezifische Vorschläge dafür unterbreitet*» worden sind. Laut Zenith bestehen «*keine vereinbarten (und nicht einmal besprochene) spezifische Incentive-Pläne, welche offenzulegen wären.*» Sämtliche Mitglieder des Verwaltungsrates werden nach dem Vollzug des Angebots zurücktreten. Mit Blick auf die Mitglieder der Geschäftsleitung «*ist zurzeit noch offen, ob diese ihre Tätigkeit bei der u-blox nach dem Vollzug des Übernahmeangebots noch fortsetzen werden bzw. können und was ggf. die Konditionen dafür wären*» (act. 125/1, Rn 4).

[5] Laut u-blox bestehen zwischen den Mitgliedern des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung von u-blox einerseits und Zenith und den mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen (ausgenommen die Zielgesellschaft) andererseits «*weder rechtlich bindende Vereinbarungen noch unverbindliche Absprachen, welche im Prospekt bzw. im Verwaltungsratsbericht nicht offengelegt wurden.*» Namentlich bestehen keine nicht offengelegten Absprachen mit Bezug auf eine mögliche Fortsetzung der Tätigkeit nach dem Vollzug des Angebots oder auf geplante Vergütungs- oder Anreizsysteme. Mit Blick auf die derzeit amtierenden Mitglieder des Verwaltungsrates von u-blox sieht sodann die Angebotsbedingung (f) vor, dass diese zurückgetreten sein müssen. Was die Mitglieder der Geschäftsleitung anbetrifft, ist gemäss u-blox «*zurzeit völlig offen, ob diese ihre Tätigkeit bei der Zielgesellschaft nach dem Vollzug fortsetzen werden bzw. fortsetzen können, und was gegebenenfalls die Konditionen wären.*» Es bestehen diesbezüglich und namentlich bezüglich irgendwelcher Incentive-Pläne keine formellen Vereinbarungen und auch keine informelle Absprachen oder Angebote (act. 126/1, Rn 2).

[6] In ihrer Replik führen die Einsprecherinnen dazu aus, dass das «*Fehlen bestehender Vereinbarungen (...) die Anbieterin und die Zielgesellschaft nicht davon [entbindet], die Aktionäre über geplante Vereinbarungen (z.B. Retention Pools, Equity Rollover, Boni, Earn-Outs oder andere Vereinbarungen nach dem Abschluss des Angebots) zu informieren*» (act. 128/1, Rn 4). Nach ihrer Auffassung deutet «*[n]ichts im Prospekt oder im Bericht des Verwaltungsrats [...] darauf hin, dass [...] der Verwaltungsrat diese möglichen Interessenkonflikte angemessen gemanagt hat*» (act. 128/1, Rn 5). Weiter stellen die Einsprecherinnen fest, dass «*es zwar eine Retentionsvereinbarung für Camila Japur, die CFO[,] und eine für Helen Xu, aber nichts für den CEO, nichts für den Leiter der Produktzentren und nichts für den Leiter der Produktion und Logistik [gibt]*». Das sei «*ungewöhnlich und bedarf einer Erklärung*» (act. 128/1, Rn 6).



[7] In ihrer Duplik halten sowohl Zenith und als auch u-blox fest, dass die Ausführungen der Einsprecherinnen ins Leere gehen und die Einsprache entsprechend abzuweisen ist (act. 133/1 und act. 134/1, Rn 2).

## 2.2 Erwägungen und Fazit

[8] Nach Art. 129 Abs. 1 Satz 1 FinfraG legt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den Inhaberinnen und Inhabern von Beteiligungspapieren einen Bericht vor, in dem er zum Angebot Stellung nimmt. Die im Bericht enthaltenen Informationen müssen wahr und vollständig sein (Art. 129 Abs. 1 Satz 2 FinfraG). Der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft enthält nach Art. 30 Abs. 1 Satz 1 UEV alle Informationen, die notwendig sind, damit die Empfängerinnen und Empfänger des Angebotes ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können. Namentlich gehört auch eine klare Begründung dazu, wobei alle wesentlichen Elemente dargelegt werden müssen, welche die Stellungnahme des Verwaltungsrates beeinflusst haben (Empfehlung II vom 29. Dezember 2006 in Sachen *Bank Linth*, E. 1.2.1.3).

[9] Nach Art. 127 Abs. 1 FinfraG muss der Anbieter das Angebot mit wahren und vollständigen Informationen im Prospekt veröffentlichen. Der Angebotsprospekt hat alle Informationen zu enthalten, die notwendig sind, damit die Empfängerinnen und Empfänger des Angebots ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können (Art. 17 Abs. 1 UEV). Bei Auslegungsfragen im Zusammenhang namentlich mit der Voranmeldung oder mit dem Angebotsprospekt ist von einem sachkundigen Anleger auszugehen, der wirtschaftliche Zusammenhänge erkennt und mit den Fachausdrücken vertraut ist (Empfehlung I vom 19. März 2001 in Sachen *Sulzer AG*, E. 1.2).

[10] Mit Antrag Ziff. 1 der Einsprache verlangen die Einsprecherinnen, dass namentlich weitergehende Informationen mit Blick auf die Incentive-Pläne von u-blox im Bericht des Verwaltungsrates oder eventualiter im Angebotsprospekt offengelegt werden. Vorliegend sind der UEK gestützt auf die Ausführungen von Zenith und von u-blox keine weiteren Absprachen oder Vereinbarungen bekannt, welche offenzulegen wären. Die Informationen, die im Angebotsprospekt und im Bericht des Verwaltungsrates von u-blox in diesem Zusammenhang veröffentlicht wurden, ermöglichen es den Angebotsempfängern, eine informierte Andienungsentscheidung zu treffen. Antrag Ziff. 1 der Einsprache wird damit abgewiesen.

—

## 3. Antrag Ziff. 2: Anpassung des Berichts des Verwaltungsrates von u-blox

### 3.1 Ausführungen der Parteien

[11] Mit Antrag Ziff. 2 möchten die Einsprecherinnen, dass der Verwaltungsrat von u-blox Folgendes in seinem Bericht offenlegt: (i) warum er auf die Durchführung eines kompetitiven Bieterverfahrens unter Einbezug potenzieller strategischer Käufer verzichtet hat, (ii) alle Kontaktversuche



von Parteien (einschliesslich strategischer Käufer), die in den letzten drei Jahren am Kauf einer mindestens relevanten Beteiligung an der Zielgesellschaft interessiert waren, und (iii) das Synergiepotenzial, das sich im Falle eines Zusammenschlusses mit einem strategischen Käufer bietet bzw. geboten hätte. Soweit die Einsprecherinnen wissen, *«hat der Verwaltungsrat Schutzmassnahmen zugunsten eines Private-Equity-Bieters – Break-up Fee und unwiderrufliche Verpflichtungen – zugestimmt, bevor er einen strukturierten Markttest mit strategischen Erwerbern durchgeführt hat»*. Dies ist für die Einsprecherinnen *«besonders besorgniserregend, da strategische Käufer (Unternehmen in der gleichen oder einer verwandten Branche) ein Unternehmen wie U-blox in der Regel höher bewerten als ein Finanzsponsor wie eine Private-Equity-Firma»* (act. 112/2, Ziff. 2).

[12] Zenith führt hierzu aus, dass der Verwaltungsrat von u-blox *«keinen unwiderruflichen Verpflichtungen zugestimmt hat, die einem Konkurrenzangebot entgegenstehen würden»*. Zum einen haben einzelne Aktionäre Andienungsvereinbarungen mit Zenith abgeschlossen. Zum anderen sind solche Vereinbarungen unter Schweizer Übernahmerecht *«nicht in allen Fällen unwiderruflich, sondern stehen unter Vorbehalt eines besseren Angebots.»* Sodann ist auch die von Zenith und u-blox vereinbarte Break-Fee *«keine Transaktionssicherungsmassnahme, sondern eine blosser Entschädigung für frustrierte Aufwendungen, welche der Praxis der UEK entspricht und deren Höhe von der Prüfungsgesellschaft überprüft wurde»* (act. 125/1, Rn 9).

[13] Gemäss u-blox besteht keine Pflicht, allfällige *«Gespräche mit etwaigen anderen interessierten Parteien im Vorfeld eines Angebots offenzulegen, (...) zumal solche Gespräche vertraulich sind und regelmässig vertraglichen Geheimhaltungspflichten unterliegen»* (act. 126/1, Rn 4). Des Weiteren ist der Verwaltungsrat von u-blox nicht verpflichtet, *«mit Blick auf einen möglichen Verkauf der Gesellschaft eine Auktion oder anderweitige Markttests durchzuführen»* (act. 126/1, Rn 5).

[14] In ihrer Replik führen die Einsprecherinnen aus, dass *«eine Auktion rechtlich tatsächlich nicht vorgeschrieben sein [dürfte], doch ist bei einem empfohlenen Angebot eine Diskussion des Prozesses – wie der Ansatz zustande kam, die wichtigsten Schritte und der Zeitplan sowie die Frage, ob Alternativen in Betracht gezogen wurden – für eine fundierte Entscheidung notwendig und aus Sicht der Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft zwingend.»* Für die Aktionäre von u-blox ist es laut den Einsprecherinnen *«wichtig zu wissen, ob sie das beste Angebot erhalten oder ob es möglicherweise noch bessere (potentielle) Angebote gibt bzw. gab»* (act. 128/1, Rn 7). Sodann bringen die Einsprecherinnen nochmals an, dass ihrer Auffassung nach *«[n]eutrale Prozessfakten»* offengelegt werden können, *«ohne Vertraulichkeitsverpflichtungen zu verletzen»* (act. 128/1, Rn 8).

[15] Zenith führt in ihrer Duplik zu diesem Punkt aus, dass keine Pflicht des Verwaltungsrates besteht, offenzulegen, wie dieser mit anderen interessierten Parteien verfahren ist, sofern solche vorhanden sind. Laut Zenith *«wäre es der Transparenz kaum dienlich»*, auch bloss potentielle Angebote offenzulegen (act. 133/1, Rn 10).



[16] In ihrer Duplik hält u-blox hierzu fest, dass die Ausführungen der Einsprecherinnen zu diesem Punkt ins Leere gehen und die Einsprache diesbezüglich abzuweisen ist (act. 134/1, Rn 2).

### **3.2 Erwägungen und Fazit**

[17] Nach Art. 129 Abs. 1 Satz 1 FinfraG legt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den Inhaberinnen und Inhabern von Beteiligungspapieren einen Bericht vor, in dem er zum Angebot Stellung nimmt. Die im Bericht enthaltenen Informationen müssen wahr und vollständig sein (Art. 129 Abs. 1 Satz 2 FinfraG). Der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft enthält nach Art. 30 Abs. 1 Satz 1 UEV alle Informationen, die notwendig sind, damit die Empfängerinnen und Empfänger des Angebotes ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können. Namentlich gehört auch eine klare Begründung dazu, wobei alle wesentlichen Elemente dargelegt werden müssen, welche die Stellungnahme des Verwaltungsrates beeinflusst haben (Empfehlung II vom 29. Dezember 2006 in Sachen *Bank Linth*, E. 1.2.1.3).

[18] Vorliegend ist festzustellen, dass der Bericht des Verwaltungsrates von u-blox die Gründe, warum er das Angebot unterstützt, umfassend und angemessen entsprechend den einschlägigen Bestimmungen des FinfraG und der UEV adressiert hat. Namentlich besteht unter den im vorliegenden Fall gegebenen Umständen keine Pflicht für den Verwaltungsrat von u-blox, offenzulegen, wie er mit allfälligen anderen interessierten Parteien – sofern solche vorhanden waren – verfahren ist. Angesichts dessen wird Antrag Ziff. 2 der Einsprecherinnen abgewiesen.

—

## **4. Anträge Ziff. 3(i) bis (vi): Ergänzungen des Berichts des Verwaltungsrates und/oder der Fairness Opinion**

### **4.1 Anträge Ziff. 3(i) bis (vi) der Einsprecherinnen**

[19] In ihren Anträgen 3(i) bis (vi) beantragen die Einsprecherinnen, dass u-blox und, soweit erforderlich, der Fairness Opinion-Ersteller IFBC angewiesen werden, im Bericht des Verwaltungsrates (einschliesslich der Fairness Opinion) weitere Informationen offenzulegen. Dazu gehören (i) vollständige Gründe, warum der der Fairness Opinion zugrunde liegende Basisgeschäftsplan mit Bezug auf die Geschäftsjahre 2026 und 2027 vom prognostizierten Margenprofil, das in der Ergebnispräsentation für das erste Halbjahr 2025 offengelegt wurde, abweicht; (ii) vollständige Gründe, warum der EV/EBITDA-Multiplikator von 9x, der sich implizit aus dem Endwert (Terminal Value in der DCF) von CHF 1.2 Mrd. im Jahr 2029 ergibt, deutlich unter den in der Fairness Opinion auf Seite 52 genannten Peer-Multiples von 14x bis 15x liegt; (iii) vollständige Gründe, warum sich die Fairness Opinion für die Zwecke der Analyse von Multiplikatoren vergleichbarer Unternehmen nur auf die EV/EBITDA-Multiplikatoren für 2026 und 2027 stützt, obwohl die Jahre 2026 und 2027 in Bezug auf Umsatz und EBITDA-Marge offensichtlich noch niedrig sind und daher für andere Jahre nicht repräsentativ sind; (iv) vollständige Gründe, warum sich die Fairness Opinion nur auf



EV/EBITDA-Multiplikatoren stützt, obwohl es bei der skalengesteuerten Bewertung in der Halbleiterindustrie üblich ist, auch EV/Umsatz-Multiplikatoren einzubeziehen, insbesondere in Phasen der Erholung, in denen die Skaleneffekte noch geringere Auswirkungen haben; (v) vollständige Gründe, warum sich die Fairness Opinion im Abschnitt "vergleichbare Transaktionen" nicht ausschliesslich auf die echten Vergleichswerte Airoha, ILI Technology, Broadcom und Richtek stützt, sondern auch Modul-/Terminal-Assembler umfasst, die nicht mit der Zielgesellschaft vergleichbar sind; und (vi) wenn solche Abweichungen nicht oder nicht vollständig, wahr und transparent so erklärt werden können, dass die Fairness Opinion keine Änderung erfahren muss, die Fairness Opinion zu ändern und neu zu bewerten, ob das Angebot auf dieser Grundlage empfohlen werden kann oder nicht.

## 4.2 Antrag Ziff. 3(i): Geschäftsplan von u-blox

### 4.2.1 Ausführungen der Parteien

[20] Die Einsprecherinnen bemängeln, dass der Geschäftsplan für die Geschäftsjahre 2026 und 2027 vom prognostizierten Margenprofil, das in der Ergebnispräsentation für das erste Halbjahr 2025 bekannt gegeben wurde, abweicht.

[21] Mit Blick auf Antrag Ziff. 3(i) führt u-blox aus, dass «*die Planung der künftigen Geschäftsaktivitäten und die Beurteilung der zu erwartenden Geschäftsergebnisse (...) naturgemäss dem Ermessen der Geschäftsleitung und des Verwaltungsrates [obliegt], welches vorliegend pflichtgemäss ausgeübt wurde*» (act. 126/1, Rn 8). Der Rüge der Einsprecherinnen, dass der Geschäftsplan für die Geschäftsjahre 2026 und 2027 vom prognostizierten Margenprofil, das in der Ergebnispräsentation für das erste Halbjahr 2025 bekannt gegeben wurde, abweicht, entgegnet u-blox sodann Folgendes: Der Grund für diese Abweichung liegt darin, dass der Geschäftsplan sowohl das Positionierungsgeschäft (*Locate*) als auch das Kurstreckenkommunikationsgeschäft (*Short-Range*) umfasst. In den Halbjahresergebnissen 2025 widerspiegelt hingegen das dargestellte Margenprofil nur das *Locate*-Geschäft, welches ein höheres Margenprofil aufweist als das *Short-Range*-Geschäft. Das Margenprofil für das *Short-Range*-Geschäft wird von u-blox nicht offengelegt. Das hat zur Folge, dass das Gesamtmargenprofil bei Konsolidierung beider Geschäftsmodelle niedriger ist als dasjenige des *Locate*-Geschäfts allein (act. 126/1, Rn 9).

[22] Des Weiteren hat IFBC mit Bezug auf den Geschäftsplan von u-blox Folgendes bestätigt: Die zum Geschäftsplan vorgelegten Informationen sind transparent und verständlich dargestellt. Der Grad der Offenlegung entspricht auch der gängigen Praxis bei der Erstellung einer Fairness Opinion für öffentliche Übernahmen in der Schweiz. Die im Geschäftsplan getroffenen Annahmen mit Blick auf die wichtigsten Werttreiber wurden mit den Schätzungen der Analysten für vergleichbare kotierte Unternehmen sowie mit den aktuellen Marktaussichten verglichen (vgl. Fairness Opinion, Ziff. 2.4 und 3.2.2). Zudem wurde eine Sensitivitätsanalyse in Bezug auf die wichtigsten Werttreiber in der DCF-Analyse (nachhaltige EBITDA-Marge und NWC in Prozent des



Umsatzes) durchgeführt, wie dies in der Fairness Opinion auf S. 40 dargelegt ist. Damit soll «*die Auswirkung von möglichen Abweichungen bei den wichtigsten Annahmen des Geschäftsplans auf den Wert pro Aktie veranschaulicht werden*». Bei Schweizer Fairness Opinions ist dies gemäss IFBC ebenfalls gängige Praxis (act. 126/1, Rn 10).

[23] Zenith beantragt die Ablehnung dieses Antrags und schliesst sich den Ausführungen in der Stellungnahme von u-blox in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht an (act. 125/1, Rn 11 f.)

#### **4.2.2 Erwägungen und Fazit**

[24] Nach Art. 129 Abs. 1 Satz 1 FinfraG legt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den Inhaberinnen und Inhabern von Beteiligungspapieren einen Bericht vor, in dem er zum Angebot Stellung nimmt. Die im Bericht enthaltenen Informationen müssen wahr und vollständig sein (Art. 129 Abs. 1 Satz 2 FinfraG). Der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft enthält nach Art. 30 Abs. 1 Satz 1 UEV alle Informationen, die notwendig sind, damit die Empfängerinnen und Empfänger des Angebotes ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können. Namentlich gehört auch eine klare Begründung dazu, wobei alle wesentlichen Elemente dargelegt werden müssen, welche die Stellungnahme des Verwaltungsrates beeinflusst haben (Empfehlung II vom 29. Dezember 2006 in Sachen *Bank Linth*, E. 1.2.1.3).

[25] Der Ersteller einer Fairness Opinion verfügt über einen breiten Ermessensspielraum, dies analog zu demjenigen Spielraum, welcher den Verfassern eines Bewertungsgutachtens i.S.v. Art. 40 Abs. 4 FinfraV-FINMA zukommt. Dieser Ermessensspielraum schliesst die Wahl der angewendeten Bewertungsmethode, die angewendeten Bewertungsannahmen und die Grundlagen, auf welchen die Bewertung fusst, ein (Verfügung 468/05 vom 17. Mai 2011 in Sachen *Genolier Swiss Medical Network SA*, Rn 7 m.w.H., namentlich auf das Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 30. November 2010 in Sachen *Quadrant AG*, B-5272/2009, E. 7.3).

[26] Die Rüge der Einsprecherinnen, dass der Geschäftsplan für die Geschäftsjahre 2026 und 2027 vom prognostizierten Margenprofil, das in der Ergebnispräsentation für das erste Halbjahr 2025 bekannt gegeben wurde, abweicht, konnte u-blox mit den Ausführungen, wonach dieser Geschäftsplan sowohl das Positionierungsgeschäft (*Locate*) als auch das Kurstreckenkommunikationsgeschäft (*Short-Range*) umfasst, wirksam entkräften. Demnach ist festzustellen, dass sich die Fairness Opinion nicht auf einen fehlerhaften Geschäftsplan abstützt. Antrag Ziff. 3(i) ist damit abzuweisen.

### **4.3 Antrag Ziff. 3(ii): zu tiefe Terminal Value in der DCF-Analyse**

#### **4.3.1 Ausführungen der Parteien**

[27] Die Einsprecherinnen sind der Meinung, dass die Kombination aus dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC) und der angenommenen Endwachstumsrate zu



konservativ ist und zu einer übermässig vorsichtigen Bewertung von u-blox führt. Durch die Nachbildung der Endwertberechnung leiten die Einsprecherinnen für das Geschäftsjahr 2029 einen Exit-Multiplikator von 9.0x ab. Für die Einsprecherinnen liegt dieser Wert deutlich unter dem veröffentlichten Multiplikator-Bereich für die Geschäftsjahre 2026 und 2027 von 14x bis 15x (act. 112/2, S. 4).

[28] Gemäss u-blox und IFBC wurde der gewichtete durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC) «unter konsequenter Einbeziehung der währungsgewichteten langfristigen Inflationserwartungen abgeleitet, die gleichzeitig die relevante Referenz für die Annahme des Endwertwachstums darstellen.» Ausserdem ist es im Rahmen von Fairness Opinions in der Schweiz eine «bewährte Praxis, nur das inflationsbedingte Wachstum im Endwert zu berücksichtigen, wie verschiedene kürzlich veröffentlichte Fairness Opinions im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen zu Referenzzwecken zeigen.» Ausserdem ist die Argumentation der Einsprecherinnen «nicht sachlogisch», dass der implizite Exit-Multiplikator von 9.0x im direkten Vergleich zu den in der Fairness Opinion angewandten EV/EBITDA-Multiplikatoren von 14x bis 15x für die Geschäftsjahre 2026 und 2027 zu niedrig ist. Diese beiden Zahlen können nicht identisch sein, zumal «die erwarteten Multiplikatoren für die Geschäftsjahre 2026 und 2027 höhere Wachstumserwartungen beinhalten als der implizite Multiplikator, der aus dem Endwert (nur inflationsbedingtes Wachstum) abgeleitet wurde.» (act. 126/1, Rn 14).

[29] Zenith beantragt die Ablehnung dieses Antrags und schliesst sich den Ausführungen in der Stellungnahme von u-blox in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht an (act. 125/1, Rn 11 f.).

[30] Die Einsprecherinnen halten in ihrer Replik fest, dass u-blox und IFBC «für den sogenannten Endwert die Verwendung einer an die Inflation gekoppelten ewigen Wachstumsrate von 2.2% ab 2030 als Standardpraxis der Schweizer Fairness-Opinions» annehmen. Das sei «bereits im Grundsatz falsch.» Die langfristige Schweizer Inflationserwartung nach einer gerade einmal fünfjährigen expliziten Schätzung der Cash-Flows mechanisch zu verwenden, führt nach ihrer Auffassung «zu einer systematischen Unterbewertung eines Unternehmens im rasch wachsenden Halbleiterbereich.» Wenn man die expliziten Prognosen bis ins Jahr 2029 begrenzt und anschliessend zu einer Wachstumsrate von 2.2% zurückkehrt, würde man «die Entwicklung nach 2029 ausser Acht» lassen. Dies würde «implizit zu einem unangemessen niedrigen impliziten Multiplikator des Endwerts (Terminal Value) [führen], der deutlich unter den Multiplikatoren liegt, die in der Fairness-Opinion für die Vergleichsgruppe angegeben werden» (act. 128/1, Rn 9).

[31] U-blox und IFBC führen in ihrer Duplik diesbezüglich Folgendes aus: Es handelt sich bei den Ausführungen in der Fairness Opinion nicht um eine «Schweizer Inflation», «sondern um eine währungsgewichtete langfristige Inflationserwartung.» Dieses Vorgehen bezeichnet IFBC als «in der Bewertungspraxis üblich». Auch entspricht es «der gängigen Corporate Finance Theorie.» So dann liegt der vom Verwaltungsrat von u-blox verabschiedete und der Fairness Opinion zugrunde gelegte Geschäftsplan «bezüglich Wachstumserwartungen am oberen Ende der Bandbreite der



*Analystenschätzungen für die Peer Group-Unternehmen.» Der Geschäftsplan von u-blox berücksichtigt die Wachstumsraten aus Marktstudien für die Bereiche GNSS-Chips und Module mit kurzer Reichweite (Short Range). Das dafür im Geschäftsplan unterstellte jährliche Wachstum beträgt dabei 17.4% p.a. Diese Wachstumsannahme liegt deutlich über den Ergebnissen der Marktstudien zum gesamten GNSS Chip Markt für den Zeitraum bis 2031 von rund 8.3% p.a. und den Wachstumserwartungen für den Bereich Short Range von 12 – 15% p.a. Wenn der Verwaltungsrat von u-blox einen Geschäftsplan bis 2031 entwickelt hätte, «was nicht seiner Praxis entspricht, und für die Jahre 2030 und 2031 mit einem inflationären Wachstum von 2.2% gerechnet [würde] (wie im Endwert verwendet), würde der CAGR immer noch 12.9% betragen, was über den Wachstumsprognosen der Studien für denselben Zeitraum liegt.» Die Forderung nach einer «simplen und mechanistischen Verlängerung des Planungshorizontes auf zehn Jahre unter Verwendung der entsprechenden Wachstumsraten, welche über einen viel kürzeren Zeitraum gemacht wurden, entbehrt jeglicher konzeptionellen und ökonomischen Grundlage.» Vielmehr ist es laut u-blox und IFBC so, «dass das Resultat der DCF-Bewertung im Durchschnitt über demjenigen aus den Multiple-Analysen liegt, woraus gefolgert werden kann, dass die getroffenen Planungsannahmen für den vom Verwaltungsrat verabschiedeten Businessplan als auch die Annahmen für die Endwertberechnung im Vergleich zu den Markteinschätzungen optimistisch sind.» Entsprechend erwarten die Investoren «eine weniger optimistische Entwicklung, als sie im Geschäftsplan als Grundlage für die DCF-Bewertung angenommen wurde.» Zusammenfassend ist gemäss u-blox und IFBC festzustellen, «dass die Herleitung des Endwertes der aktuellen Best Practice und Corporate Finance Theorie entspricht.» Die getroffenen Annahmen im Geschäftsplan und bei der Endwertberechnung sind sodann «im Bereich der Analystenerwartungen und der Marktstudien.» Im Ergebnis liegt der DCF-Wert sogar über dem Resultat der Multiple-Analysen. Dies verdeutlicht, «dass die im Geschäftsplan unterstellten Annahmen im Vergleich zu den Markterwartungen optimistisch sind» (act. 134/1, Rn 3).*

[32] Zenith bestätigt in ihrer Duplik die Ausführungen von u-blox in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht und schliesst sich ihrer Stellungnahme an (act. 133/1, Rn 12).

#### **4.3.2 Erwägungen und Fazit**

[33] Wie in Rn [25] ausgeführt, kommt dem Ersteller einer Fairness Opinion ein breiter Ermessensspielraum zu, dies analog zu demjenigen Spielraum, welcher den Verfassern eines Bewertungsgutachtens i.S.v. Art. 40 Abs. 4 FinfraV-FINMA zukommt. Dieser Ermessensspielraum schliesst die Wahl der angewendeten Bewertungsmethode, die angewendeten Bewertungsannahmen und die Grundlagen, auf welchen die Bewertung fusst, ein (Verfügung 468/05 vom 17. Mai 2011 in Sachen *Genolier Swiss Medical Network SA*, Rn 7 m.w.H., namentlich auf das Urteil des Bundesverwaltungsgericht vom 30. November 2010 in Sachen *Quadrant AG*, B-5272/2009, E. 7.3).

[34] Die Rügen der Einsprecherinnen, dass die Kombination aus dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC) und der angenommenen Endwachstumsrate zu konservativ ist



und zu übermässig vorsichtigen Bewertungen führt, halten einer Überprüfung unter dem der UEK zukommenden Ermessensspielraum nicht stand. Gleiches gilt auch für die Rüge, dass der implizite Exit-Multiplikator von 9.0x zu tief ist. Dabei wird nicht übersehen, dass im vorliegenden Fall ein eher konservatives Umsatzwachstum im Terminal Value angenommen wird. In diesen Punkten kommt IFBC ein breiter Ermessensspielraum bei der Erstellung ihrer Fairness Opinion zu, den IFBC eingehalten hat. Im vorliegenden Fall gibt es sodann auch keine Anzeichen dafür, dass IFBC den ihr bei der Erstellung der Fairness Opinion zukommenden, breiten Ermessensspielraum über-, unterschritten oder gar missbraucht hätte. Antrag Ziff. 3(ii) wird damit abgewiesen.

#### **4.4 Antrag Ziff. 3(iii) und (iv): zu tiefe Trading-Multiplikatoren**

##### **4.4.1 Ausführungen der Parteien**

[35] Die Einsprecherinnen vertreten die Auffassung, dass eine ausschliessliche Fokussierung auf die EV/EBITDA-Multiplikatoren für die Geschäftsjahre 2026 und 2027 das mittelfristige Wertpotenzial erheblich unterschätzt, weil die EBITDA-Erwartungen für diese Jahre tief sind. Laut ihnen ist es bewährte Praxis, bei der Bewertung der skalengetriebenen Halbleiterindustrie in Phasen der Erholung unterhalb der Skalengrösse auch EV/Umsatz-Multiplikatoren zu berücksichtigen. Entsprechende Verweise finden sich in Fairness Opinions zu früheren Übernahmen von Small-Cap-Halbleiterunternehmen, in denen neben EV/EBITDA-Multiplikatoren auch EV/Umsatz-Multiplikatoren berücksichtigt worden sind.

[36] Laut u-blox und IFBC fehlen für die vergleichbaren Unternehmen in der Halbleiterindustrie Analystenschätzungen für die Jahre nach 2027. Ferner wird im Rahmen von Fairness Opinions den Ergebnissen der Discounted-Cashflow-Analyse (DCF-Analyse) in der Regel die grösste Bedeutung beigemessen, weil dieser Ansatz der anerkannten Corporate Finance-Theorie und der aktuellen Best Practice entspricht und die spezifischen Umstände eines Unternehmens am besten berücksichtigt. Die Bedeutung einer Multiplikatorenbewertung wird in Fairness Opinions in der Schweiz in der Regel als begrenzt eingeschätzt, weil *«sowohl das Geschäftsmodell als auch die spezifische Situation der Vergleichsunternehmen von jenen des zu bewertenden Zielunternehmens abweichen können»* (act. 126/1, Rn 16).

[37] Trotz der geringen Bedeutung wird in Fairness Opinions laut u-blox und IFBC in der Regel eine Trading-Multiplikator-Analyse durchgeführt, dies jedoch ausdrücklich nur zum Zweck, die DCF-Ergebnisse zu überprüfen. Darüber hinaus ist es im Zusammenhang mit Fairness Opinions in der Schweiz bewährte Praxis, EV/EBITDA-Multiplikatoren zu berücksichtigen, da die EBITDA-Kennzahl eine Perspektive darstellt, die näher am freien Cashflow liegt als z.B. der Umsatz. Dadurch wird die Vergleichbarkeit mit dem auf dem freien Cashflow basierenden DCF-Ansatz, also mit derjenigen Methode, welcher die grösste Bedeutung beigemessen wird, verbessert. Unabhängig davon hat IFBC auf der Grundlage des in der Fairness Opinion beschriebenen methodischen Ansatzes zur Ermittlung von EV/EBITDA-Multiplikatoren, der u.a. auch Unterschiede in der Grösse von



Vergleichsunternehmen gegenüber u-blox berücksichtigt, «*eine gleichwertige Analyse auf der Grundlage eines EV/Umsatz-Multiplikators durchgeführt.*» Die Anwendung der abgeleiteten EV/Umsatz-Multiplikatoren auf die Umsatzzahlen von u-blox ergibt eine durchschnittliche Wertspanne pro u-blox-Aktie zwischen CHF 106.00 und CHF 144.30. Der durchschnittliche Medianwert pro u-blox-Aktie beträgt CHF 122.60. Während die Analyse im Vergleich zu den in der Fairness Opinion (vgl. Fairness Opinion, S. 38) offengelegten EV/EBITDA-Ergebnissen eine engere durchschnittliche Bandbreite sowie einen höheren Tiefst- und Mittelwert ergibt, verändert sich der obere Wert nicht. Daraus folgt, «*dass die abgeleitete Bandbreite des Werts pro Aktie keinen Einfluss auf die Schlussfolgerung der Fairness Opinion hinsichtlich der Bestätigung der Ergebnisse der DCF-Analyse hat*» (act. 126/1, Rn 16).

[38] Zenith beantragt die Ablehnung dieses Antrags und schliesst sich den Ausführungen in der Stellungnahme von u-blox in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht an (act. 125/1, Rn 11 f.).

[39] Die Einsprecherinnen sind in deren Replik sodann der Auffassung, «*dass die angepasste Fairness-Opinion Wertbereiche präsentiert, die 14% [für die Trading-Multiplikatoren] (...) über denen der ursprünglichen Fairness-Opinion liegen (für Peer-Comparables bzw. Precedent-Transactions).*» Sie sind der Ansicht, dass aus Transparenzgründen «*den Aktionären beide Berechnungen gezeigt werden [müssen] (die ursprüngliche und die in der Eingabe korrigierte), damit sie eine fundierte Entscheidung treffen können*» (act. 128/1, Rn 10).

[40] U-blox und IFBC nehmen diesbezüglich wie folgt Stellung: Es ist gemäss diesen «*per se eine falsche Behauptung, von einem angepassten Wertbereich der Fairness Opinion zu sprechen.*» IFBC hat bloss beispielhaft «*die Forderung der Einsprecher hinsichtlich Anpassung der Handels- und Transaktionsmultiplikatoren quantitativ simuliert und damit gezeigt, dass sich die Kernaussage der Fairness Opinion hinsichtlich der finanziellen Angemessenheit des Angebots in keiner Art und Weise ändert*» (act. 134/1, Rn 4).

[41] Die geforderten Anpassungen bei den Handelsmultiplikatoren werden nicht unterstützt, «*weil die vorgenommene Bewertung von u-blox, wie bereits erwähnt, nicht auf EV/Umsatz-Multiplikatoren beruht, weil diese zu wenig Bezug zu den bewertungsrelevanten Cashflows aufweisen.*» Ferner beurteilt IFBC die in der Fairness Opinion aufgeführten Transaktionen als korrekt und «*eine Einschränkung auf die von den Einsprechern bezeichneten Transaktionen als nicht angebracht.*» Die Bewertung auf der Basis von Transaktionsmultiplikatoren «*weist im Sinne der Vergleichbarkeit generell anerkannte Schwächen auf, welche durch eine Anpassung, wie sie die Einsprecher fordern, in keiner Weise behoben wird.*» Des Weiteren werden «*die transaktionsspezifischen Multiplikatoren in der Fairness Opinion offengelegt und damit die vollumfänglich transparente Nachvollziehbarkeit sichergestellt.*» Dies gibt dem Leser «*die uneingeschränkte Möglichkeit, die Implikationen einer veränderten Auswahl auf die Wertbandbreite unabhängig und individuell zu bestimmen*» (act. 134/1, Rn 4).



[42] Zenith bestätigt in ihrer Duplik die Ausführungen von u-blox in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht und schliesst sich ihrer Stellungnahme an (act. 133/1, Rn 12).

#### 4.4.2 Erwägungen und Fazit

[43] Wie in Rn [25] ausgeführt, kommt dem Ersteller einer Fairness Opinion ein breiter Ermessensspielraum zu, dies analog zu demjenigen Spielraum, welcher den Verfassern eines Bewertungsgutachtens i.S.v. Art. 40 Abs. 4 FinfraV-FINMA zukommt. Dieser Ermessensspielraum schliesst die Wahl der angewendeten Bewertungsmethode, die angewendeten Bewertungsannahmen und die Grundlagen, auf welchen die Bewertung fusst, ein (Verfügung 468/05 vom 17. Mai 2011 in Sachen *Genolier Swiss Medical Network SA*, Rn 7 m.w.H., namentlich auf das Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 30. November 2010 in Sachen *Quadrant AG*, B-5272/2009, E. 7.3).

[44] Die Rügen der Einsprecherinnen, dass eine ausschliessliche Fokussierung auf die EV/EBITDA-Multiplikatoren für die Geschäftsjahre 2026 und 2027 das mittelfristige Wertpotenzial erheblich unterschätzt, weil die EBITDA-Erwartungen für diese Jahre tief sind, konnten von u-blox und IFBC mit deren Ausführungen entkräftet werden. Einerseits wurde dargelegt, dass für die vergleichbaren Unternehmen in der Halbleiterindustrie Analystenschätzungen für die Jahre nach 2027 fehlen. Andererseits wird im Rahmen von Fairness Opinions den Ergebnissen der Discounted-Cashflow-Analyse (DCF-Analyse) regelmässig die grösste Bedeutung beigemessen. Ferner ist es auch nicht ersichtlich, weshalb alternative Szenarien mit Blick auf die Trading-Multiplikatoren, welche von IFBC nur berechnet wurden, um die Argumente der Einsprecherinnen zu entkräften (und die dies im Übrigen auch tun), in die Fairness Opinion von IFBC aufgenommen werden sollen. In den erwähnten Punkten kommt IFBC ein breiter Ermessensspielraum bei der Erstellung ihrer Fairness Opinion zu, den IFBC eingehalten hat. Im vorliegenden Fall bestehen keine Anzeichen dafür, dass IFBC den ihr bei der Erstellung der Fairness Opinion zukommenden, breiten Ermessensspielraum über-, unterschritten oder gar missbraucht hätte. Die Anträge Ziff. 3(iii) und (iv) werden damit abgewiesen.

### 4.5 Antrag Ziff. 3(v): Transaktionsmultiplikatoren

#### 4.5.1 Ausführungen der Parteien

[45] Mit Blick auf die Bestätigung durch Transaktionsmultiplikatoren führen die Einsprecherinnen aus, dass bestimmte vergleichbare Transaktionen nicht relevant sind. Nur vier von acht Transaktionen werden als aussagekräftig bewertet. Durch den Ausschluss nicht aussagekräftiger Transaktionen berechnen die Einsprecher einen Wert pro u-blox-Aktie zwischen CHF 86 und CHF 151 (Mittelwert CHF 110).

[46] U-blox und IFBC führen hierzu aus, dass eine Bewertung auf der Grundlage von Transaktionsmultiplikatoren zahlreichen Einschränkungen unterliegt, wie dies bereits in der Fairness Opinion ausgeführt wurde. Die von den Einsprecherinnen angeführte mangelnde Vergleichbarkeit der



Geschäftsmodelle ist dabei «*nur ein Grund, weshalb eine auf Transaktionsmultiplikatoren basierende Analyse möglicherweise nicht ausreichend robust ist.*» Die Transaktionsmultiplikatoranalyse ist nur von begrenztem Wert, dies «*nicht nur aufgrund von unternehmens- und transaktionsspezifischen Aspekten, die sich von u-blox unterscheiden können, sondern auch aufgrund der begrenzten Anzahl von weitgehend vergleichbaren Transaktionen und der grossen zeitlichen Lücke zwischen den jeweiligen Transaktionsdaten und den Bewertungsstichtagen.*» Führt man Transaktionsmultiplikatoranalysen durch, so ist es «*eine allgemein anerkannte Herausforderung, eine aussagekräftige Anzahl vergleichbarer Transaktionen zu identifizieren, für welche die erforderlichen Informationen offengelegt wurden, um eine robuste Stichprobe zu erhalten.*» Es liegt gemäss u-blox und IFBC bereits in der Natur einer Vergleichsanalyse, dass einige der Transaktionen einen geringeren Grad an Vergleichbarkeit aufweisen als andere. Alle ausgewählten Transaktionen werden jedoch sowohl von der Geschäftsleitung der u-blox als auch von IFBC im weiteren Sinne als mit u-blox vergleichbar bewertet. Der Ausschluss der Hälfte der ausgewählten Transaktionen erhöht dabei nicht die Aussagekraft der Analyse im Zusammenhang mit der Fairness Opinion. Schliesst man weniger geeignete Transaktionen aus, mag das mit Blick auf eine bessere Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle zwar sinnvoll erscheinen. Aufgrund der weiter reduzierten Anzahl von Beobachtungen «*gewinnen jedoch Zeitunterschiede und potenziell variierende transaktionsspezifische Aspekte noch mehr an Bedeutung, was die Qualität des Ergebnisses reduziert.*» Ungeachtet dessen würde sich, wenn man die Transaktionsmultiplikatoranalyse wiederholt, «*unter Ausschluss der vier von den Einsprechern als weniger geeignet identifizierten Transaktionen, ein durchschnittlicher Wert pro Aktie von CHF 83.60 bis CHF 131.00 mit einem Mittelwert von CHF 107.70 ergeben.*» Trotz der weiterhin vorherrschenden begrenzten Verwendung der Analyse «*konvergiert der aus der Transaktionsanalyse resultierende Wertebereich mit der vorgenommenen Änderung weiter in Richtung des aus der DCF-Analyse resultierenden Wertebereichs*» (act. 126/1, Rn 19).

[47] Zenith beantragt die Ablehnung dieses Antrags und schliesst sich den Ausführungen in der Stellungnahme von u-blox in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht an (act. 125/1, Rn 11 f.).

[48] Die Einsprecherinnen sind in deren Replik der Auffassung, «*dass die angepasste Fairness Opinion Wertebereiche präsentiert, die (...) 23% [für die Transaktionsmultiplikatoren] über denen der ursprünglichen Fairness-Opinion liegen (für Peer-Comparables bzw. Precedent- Transactions).*» Aus Transparenzgründen «*müssen den Aktionären beide Berechnungen gezeigt werden (die ursprüngliche und die in der Eingabe korrigierte), damit sie eine fundierte Entscheidung treffen können*» (act. 128/1, Rn 10).

[49] Die in Rn [40] f. aufgeführten Ausführungen in der Duplik von u-blox gelten im gleichen Mass auch für die Rüge der Einsprecherinnen mit Blick auf die Transaktionsmultiplikatoren.

[50] Zenith bestätigt in ihrer Duplik die Ausführungen von u-blox in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht und schliesst sich ihrer Stellungnahme an (act. 133/1, Rn 12).



#### 4.5.2 Erwägungen und Fazit

[51] Wie in Rn [25] festgestellt, kommt dem Ersteller einer Fairness Opinion ein breiter Ermessensspielraum zu, dies analog zu demjenigen Spielraum, welcher den Verfassern eines Bewertungsgutachtens i.S.v. Art. 40 Abs. 4 FinfraV-FINMA zukommt. Dieser Ermessensspielraum schliesst die Wahl der angewendeten Bewertungsmethode, die angewendeten Bewertungsannahmen und die Grundlagen, auf welchen die Bewertung fusst, ein (Verfügung 468/05 vom 17. Mai 2011 in Sachen *Genolier Swiss Medical Network SA*, Rn 7 m.w.H., namentlich auf das Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 30. November 2010 in Sachen *Quadrant AG*, B-5272/2009, E. 7.3).

[52] Eine Bewertung auf der Grundlage von Transaktionsmultiplikatoren unterliegt vielen Einschränkungen wie namentlich der mangelnden Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle verschiedener Unternehmen. Die Rüge der Einsprecherinnen, dass bestimmte vergleichbare Transaktionen nicht relevant und letztlich nur vier von acht Transaktionen aussagekräftig sind, ist nicht geeignet, die Plausibilität der Fairness Opinion diesbezüglich in Frage zu stellen. Auch die Geschäftsleitung von u-blox hat die ausgewählten Transaktionen als im weiteren Sinne mit u-blox vergleichbar bewertet. Es ist ebenso nicht ersichtlich, weshalb alternative Szenarien mit Blick auf die Transaktionsmultiplikatoren, welche von IFBC nur berechnet wurden, um die Argumente der Einsprecherinnen zu entkräften (und die dies im Übrigen auch tun), in die Fairness Opinion von IFBC aufgenommen werden sollen. Im vorliegenden Fall bestehen keine Anzeichen dafür, dass IFBC den ihr bei der Erstellung der Fairness Opinion zukommenden, breiten Ermessensspielraum über-, unterschritten oder gar missbraucht hätte. Antrag Ziff. 3(v) wird damit abgewiesen.

#### 4.6 Antrag Ziff. 3(vi): Änderung der Fairness Opinion

[53] In Antrag Ziff. 3(vi) verlangen die Einsprecherinnen, dass die Fairness Opinion zu ändern ist, falls die vorstehenden Punkte nicht vollständig, wahr und transparent so erklärt werden können, dass keine Änderung notwendig ist.

[54] Wie in Rn [25] festgestellt, kommt dem Ersteller einer Fairness Opinion ein breiter Ermessensspielraum zu, dies analog zu demjenigen Spielraum, welcher den Verfassern eines Bewertungsgutachtens i.S.v. Art. 40 Abs. 4 FinfraV-FINMA zukommt.

[55] Die vorstehenden Ausführungen zu den Anträgen Ziff. 3(i) bis (v) zeigen, dass die Fairness Opinion *lege artis* erstellt worden ist. Im vorliegenden Fall bestehen keine Anzeichen dafür, dass IFBC den ihr bei der Erstellung der Fairness Opinion zukommenden Ermessensspielraum über-, unterschritten oder gar missbraucht hätte. Antrag Ziff. 3(vi) wird damit abgewiesen.



## 4.7 Fazit

[56] Der Ersteller einer Fairness Opinion verfügt über einen breiten Ermessensspielraum, analog zu demjenigen Spielraum, welcher den Verfassern eines Bewertungsgutachtens i.S.v. Art. 40 Abs. 4 FinfraV-FINMA zukommt. Dieser Ermessensspielraum schliesst die Wahl der angewendeten Bewertungsmethode, die angewendeten Bewertungsannahmen und die Grundlagen, auf welchen die Bewertung fusst, ein (Verfügung 468/05 vom 17. Mai 2011 in Sachen *Genolier Swiss Medical Network SA*, Rn 7 m.w.H., namentlich auf das Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 30. November 2010 in Sachen *Quadrant AG*, B-5272/2009, E. 7.3).

[57] IFBC hat den ihr zukommenden, breiten Ermessensspielraum bei der Erstellung der Fairness Opinion eingehalten. Es gibt keine Anzeichen dafür, dass IFBC diesen Ermessensspielraum über-, unterschritten oder gar missbraucht hätte. Solches wird von den Einsprecherinnen auch nicht vorgebracht. Die Anträge Ziff. 3(i) bis (vi) der Einsprecherinnen somit allesamt abgewiesen.

—

## 5. Antrag Ziff. 4: Weitere Offenlegungen im Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft

### 5.1.1 Ausführungen der Parteien

[58] Laut Antrag Ziff. 4 soll u-blox angewiesen werden, im Bericht ihres Verwaltungsrates offenzulegen, welche Personen des Verwaltungsrates und des Managements den Prozess und die Verhandlungen mit Zenith in erster Linie geführt haben, einschliesslich insbesondere unter Angabe des Zeitrahmens des Engagements, eines Zeitablaufs, der den Beteiligten zu jedem Zeitpunkt zur Verfügung stehenden Informationen und der jeweiligen Themen der verschiedenen Verhandlungsrunden. Hierzu wird seitens der Einsprecherinnen weiter ausgeführt, dass im vorliegenden Fall der Verdacht bestünde, dass dieser Prozess, der zur Publikation des Angebots geführt hat, *«komplett vom Management gesteuert und nur vom Verwaltungsrat abgenickt wurde.»* Dieser Verdacht bestünde namentlich *«aufgrund der Unterbewertung in der Fairness Opinion und der mit hoher Wahrscheinlichkeit sehr vorteilhaften Managementincentives im Anschluss an die Übernahme»* (act. 112/1, Rn 4).

[59] Zenith führt hierzu in ihrer Stellungnahme aus, *«dass allfällige Interessenkonflikte – die ohnehin höchstens sehr entfernt bestanden – innerhalb des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung angemessen adressiert und im Bericht des Verwaltungsrats offengelegt wurden»* (act. 125/1, Rn 15).

[60] Laut u-blox ist Antrag Ziff. 4 abzuweisen. Die von den Einsprecherinnen verlangten Informationen *«sind gesetzlich nicht vorgeschrieben und deren Offenlegung widerspricht der etablierten Schweizer Übernahme- und Marktpraxis.»* Sodann ist gemäss u-blox die Mutmassung der Einsprecherinnen, dass die Verhandlungen durch Partikularinteressen von Mitgliedern der



Geschäftsleitung oder des Verwaltungsrates beeinflusst worden sind, falsch. Mit Karin Sonnenmoser befindet sich nur ein Mitglied des Verwaltungsrates in einem Interessenkonflikt. Entsprechend ist sie in den Ausstand getreten, wie im Verwaltungsratsbericht transparent ausgeführt. Die übrigen Mitglieder des Verwaltungsrates und die Mitglieder der Geschäftsleitung haben keine Interessenkonflikte. Absprachen zwischen den Organen von u-blox und Zenith ausser den bereits offen gelegten Vereinbarungen gibt es keine. Ferner enthält der Bericht des Verwaltungsrates «*detaillierte, vollständige und zutreffende Angaben zu den finanziellen Auswirkungen des Angebots für die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung*» (act. 126/1, Rn 24).

### 5.1.2 Erwägungen und Fazit

[61] Nach Art. 129 Abs. 1 Satz 1 FinfraG legt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft den Inhaberinnen und Inhabern von Beteiligungspapieren einen Bericht vor, in dem er zum Angebot Stellung nimmt. Die im Bericht enthaltenen Informationen müssen wahr und vollständig sein (Art. 129 Abs. 1 Satz 2 FinfraG). Der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft enthält nach Art. 30 Abs. 1 Satz 1 UEV alle Informationen, die notwendig sind, damit die Empfängerinnen und Empfänger des Angebotes ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können. Namentlich gehört auch eine klare Begründung dazu, wobei alle wesentlichen Elemente dargelegt werden müssen, welche die Stellungnahme des Verwaltungsrates beeinflusst haben (Empfehlung II vom 29. Dezember 2006 in Sachen *Bank Linth*, E. 1.2.1.3).

[62] Die Einsprecherinnen vermögen in ihren Eingaben nicht schlüssig darzulegen, inwieweit die Ausführungen im Bericht des Verwaltungsrates von u-blox den gesetzlichen Vorgaben widersprechen sollten. Weitergehende Ausführungen im Bericht des Verwaltungsrates von u-blox vorzuschreiben, wie sie vorliegend von den Einsprecherinnen verlangt werden, würde den Vorgaben von FinfraG und UEV widersprechen. Die Angebotsempfänger verfügen somit über alle Informationen, welche i.S.v. Art. 30 Abs. 1 Satz 1 UEV nötig sind, damit sie eine Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können. Namentlich sind die Angebotsempfänger auf Grund der Angaben im Bericht des Verwaltungsrates in der Lage, sich ihr eigenes Urteil über die Interessenlage der Organe von u-blox im Zusammenhang mit dem Angebot zu bilden. Antrag Ziff. 4 der Einsprecherinnen wird demnach abgewiesen.

—

## 6. Antrag Ziff. 5: Mitarbeiterbeteiligungspläne

### 6.1.1 Ausführungen der Parteien

[63] In Antrag Ziff. 5 verlangen die Einsprecherinnen, dass u-blox angewiesen wird, (i) die vollständigen Bedingungen der Ausgabe der 215'076 Aktien, die am 25. August 2025 im Rahmen bestehender Incentive-Pläne ausgegeben wurden (vgl. Seite 16 des Angebotsprospekts), und insbesondere

—  
—  
—



die Frage, ob bei der Ausgabe dieser Aktien ein Ermessen ausgeübt wurde, offenzulegen und (ii) den Wert und damit die Auswirkungen einer solchen Ausgabe auf den Preis zu erläutern.

[64] Laut den Einsprecherinnen wird diese Anzahl von Aktien sodann *«nur im Zusammenhang mit der im Prospekt dargestellten Aktienanzahl erwähnt, aber es ist unmöglich, das Verhältnis dieser hohen Aktienzahl zu einer anderen Beschreibung von Incentiveplänen im Prospekt bzw. im Bericht des Verwaltungsrats zu bestimmen.»* Es bestehe demnach *«ein Bedürfnis nach absoluter Transparenz in Bezug auf diese Zahl und den Emissionsbedingungen der Aktien»* (act. 112/1, Rn 5).

[65] Zenith führt mit Blick auf Antrag Ziff. 5 der Einsprache Folgendes aus: Bei den erwähnten 215'076 u-blox Aktien handelt es sich um Aktien, die seit dem 16. April 2025 – dem letzten Nachtrag des Aktienkapitals von u-blox im Handelsregister – und dem 25. August 2025 aus dem bedingten Kapital von u-blox auf der Basis der vorbestehenden Mitarbeiterbeteiligungspläne von u-blox ohne Weiteres (Art. 653 Abs. 2 OR) – und nicht aufgrund eines neuen Beschlusses – ausgegeben worden sind, die aber noch nicht im Handelsregister eingetragen wurden. Dies wird im Angebotsprospekt transparent dargelegt (vgl. Angebotsprospekt, Ziff. B.5.) (act. 125/1, Rn 19).

[66] Die besagten Aktien wurden laut Zenith *«nicht in einer einzigen Kapitalerhöhung geschaffen, sondern durch die fortlaufende Zuteilung von Aktien für Anwartschaften und Ausübung von Optionen, welche u-blox unter ihren vorbestehenden Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen gewährt bzw. ausgegeben hatte und welche gemäss den bestehenden Konditionen erfüllt bzw. ausgeübt werden.»* Im Angebotsprospekt ist die Tatsache, dass die erwähnten Aktien aus bedingtem Kapital im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsplänen ausgegeben wurden, transparent und angemessen offengelegt (act. 125/1, Rn 20).

[67] Das Weiteren ist für Zenith nicht relevant, *«ob Optionen noch vor dem Angebot ausgeübt – und somit Aktien ausgegeben – wurden oder nicht.»* Entscheidend ist hingegen, *«dass u-blox vorbestehende Mitarbeiterbeteiligungspläne hatte, unter denen Optionen mit einem ökonomischen Wert bereits bestanden.»* Der Umstand, dass Aktien aus bedingtem Kapital ausgegeben wurden (oder noch werden können) hat daher *«keinen Einfluss auf den Angebotspreis.»* Es wird sowohl in der Voranmeldung als auch im Angebotsprospekt auch darauf hingewiesen, dass weitere Aktien im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsplänen geschaffen werden können und nicht zu einer Verwässerung des Angebotspreises führen (act. 125/1, Rn 21; vgl. Voranmeldung, Ziff. A.2 Abs. 2 und Angebotsprospekt, Ziff. A.3 Abs. 2):

*«Nichtsdestotrotz dürfen gemäss ESOP den Mitarbeitern der u-blox Gruppe bis zu maximal 88'560 zusätzliche u-blox-Aktien zugeteilt werden, was keinen Verwässerungseffekt darstellt, der zu einer Anpassung des Angebotspreises führt.»*

[68] U-blox führt in ihrer Stellungnahme zum Antrag Ziff. 5 der Einsprecherinnen aus, dass sie am 25. August 2025 keine Aktien ausgegeben und nicht beschlossen hat, irgendwelche Aktien auszugeben. Bei den genannten 215'076 ausgegebenen Aktien *«handelt es sich vielmehr um Aktien, die*



*aufgrund der Ausübung von Mitarbeiteroptionen und Anwartschaften gemäss den bestehenden Beteiligungsplänen der u-blox seit der letzten Nachführung am 16. April 2025 ausgegeben wurden.» Kapitalerhöhungen dieser Art werden «bekanntlich i.d.R. nur einmal im Jahr im Handelsregister eingetragen bzw. nachgeführt, da die Aktien fortlaufend, d.h. bei jeder Ausübung einer Option oder Anwartschaft, unmittelbar entstehen.» Die betreffenden Aktien wurden «zu den Bedingungen, die in den Beteiligungsplänen der u-blox vorgesehen sind, im ordentlichen Geschäftsgang laufend ausgegeben» (act. 126/1, Rn 26).*

[69] In ihrer Replik bringen die Einsprecherinnen vor, dass der Umfang der neu ausgegebenen 215'076 u-blox-Aktien «im Vergleich zu den Vorjahren stark erhöht zu sein» scheint und der Zeitpunkt mit dem Angebot zusammenfällt. Die Einsprecherinnen verlangen einen konsolidierten Zeitplan (mehrjährig), eine Aufschlüsselung auf Ebene der Kategorien der Begünstigten und eine Bestätigung etwaiger vorgezogener Vestings oder vorzeitiger Ausübungen rund um den Angebotszeitraum, «um mögliche indirekte Auswirkungen auf die anderen Aktionäre beurteilen zu können» (act. 128/1, Rn 11).

[70] Zenith hält in ihrer Duplik hierzu fest, dass «die Ausgabe von neuen u-blox Aktien aus dem bedingten Kapital unter den bestehenden Mitarbeiterbeteiligungsplänen der u-blox weder direkt noch indirekt Auswirkungen auf die anderen Aktionäre hat, zumal die Ausgabe dieser Anzahl Aktien gemäss Angebotsprospekt nicht als Verwässerungseffekt gilt.» Dass diese neuen u-blox-Aktien ausgegeben werden, bewirkt lediglich, «dass sich die Anzahl Aktien, auf welche sich das Angebot bezieht, erhöht» (act. 133/1, Rn 15).

[71] U-blox führt in ihrer Duplik aus, dass der Antrag Ziff. 5 abzuweisen ist. Bei den genannten 215'076 ausgegebenen u-blox-Aktien handelt es sich um «Aktien, die aufgrund der Ausübung von Mitarbeiteroptionen und Anwartschaften gemäss den bestehenden Beteiligungsplänen der u-blox seit der letzten Nachführung am 16. April 2025 ausgegeben wurden.» Solche Kapitalerhöhungen werden regelmässig nur einmal jährlich im Handelsregister eingetragen, «da die Aktien fortlaufend, d.h. bei jeder Ausübung einer Option oder Anwartschaft, unmittelbar entstehen.» Die betreffenden u-blox-Aktien wurden laut u-blox «zu den Bedingungen, die in den Beteiligungsplänen der u-blox vorgesehen sind, im ordentlichen Geschäftsgang laufend ausgegeben» (act. 134/1, Rn 26).

### **6.1.2 Erwägungen und Fazit**

[72] Nach Art. 127 Abs. 1 FinfraG muss der Anbieter das Angebot mit wahren und vollständigen Informationen im Prospekt veröffentlichen. Der Angebotsprospekt hat alle Informationen zu enthalten, die notwendig sind, damit die Empfängerinnen und Empfänger des Angebots ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können (Art. 17 Abs. 1 UEV). Bei Auslegungsfragen im Zusammenhang namentlich mit der Voranmeldung oder mit dem Angebotsprospekt ist von einem sachkundigen Anleger auszugehen, der wirtschaftliche Zusammenhänge erkennt und mit den Fachausdrücken vertraut ist (Empfehlung I vom 19. März 2001 in Sachen *Sulzer AG*, E. 1.2).



[73] Bei den neu ausgegebenen 215'076 u-blox-Aktien handelt es sich um Beteiligungspapiere, die aus bereits bestehenden Mitarbeiterbeteiligungsplänen stammen und deren Ausgabe explizit nicht als Verwässerungseffekt gilt, was bereits in der Voranmeldung und im Angebotsprospekt ausdrücklich ausgeführt wurde (Voranmeldung, Ziff. A.2 Abs. 2 und Angebotsprospekt, Ziff. A.3 Abs. 2). Die Ausführungen von Zenith und von u-blox mit Blick auf die Vorbringen und Rügen der Einsprecherinnen überzeugen diesbezüglich. Zudem können die Einsprecherinnen auch nicht schlüssig darlegen, inwieweit die von ihnen verlangte Aufstellung für die Angebotsempfänger konkret einen (Mehr-)Wert bringen soll. Antrag Ziff. 5 der Einsprecherinnen wird folglich abgewiesen.

—

## **7. Antrag Ziff. 6: Verlängerung der Karenzfrist**

[74] Mit Antrag Ziff. 6 verlangen die Einsprecherinnen, dass die Karenzfrist bis zur Offenlegung der von ihnen in ihren anderen Anträgen verlangten Informationen verlängert wird.

[75] In ihrer Replik erweitern die Einsprecherinnen ihren Antrag Ziff. 6 dahingehend, «*dass nach Ablauf der Karenzfrist, die Angebotsfrist angemessen zu verlängern ist, nachdem die beantragten Ergänzungen durch die Anbieterin bzw. die Zielgesellschaft publiziert worden sind*» (act. 128/1, S. 1, Intro).

[76] Nach Art. 15 Abs. 3 UEV hat die Veröffentlichung einer Änderung des Angebotsprospekts spätestens am letzten Börsentag der Angebotsfrist vor Beginn des Börsenhandels zu erfolgen. Wird eine Änderung jedoch weniger als zehn Börsentage vor Ablauf des Angebotes veröffentlicht, so wird die Angebotsfrist derart verlängert, dass das Angebot ab Veröffentlichung der Änderung noch mindestens zehn Börsentage offen bleibt (Art. 15 Abs. 4 Satz 1 UEV). Diese Fristen werden auf fünf Börsentage verkürzt, wenn der Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft zusammen mit der Änderung veröffentlicht wird (Art. 15 Abs. 4 Satz 2 UEV).

[77] Sowohl aus Art. 15 Abs. 3 UEV als auch aus Art. 15 Abs. 4 UEV wird deutlich, dass es nicht vorgesehen ist, in Fällen, in denen der Angebotsprospekt nachgebessert werden muss, die Karenzfrist zu verlängern. Die Karenzfrist ist ferner im vorliegenden Fall ohnehin bereits am 10. September 2025 abgelaufen, weshalb die Einsprecherinnen den entsprechende Antrag Ziff. 6 auch angepasst haben.

[78] Mit Blick auf den in ihrer Replik angepassten Antrag Ziff. 6 ist sodann festzuhalten, dass vorliegend alle Anträge der Einsprecherinnen mit der vorliegenden Verfügung abgewiesen werden. Es ist mithin nicht notwendig, den Angebotsprospekt, den Bericht des Verwaltungsrates von u-blox oder die Fairness Opinion anzupassen. Antrag Ziff. 6 wird damit abgewiesen.

—



## 8. Publikation

[79] Zenith wird verpflichtet, das Dispositiv der vorliegenden Verfügung innerhalb von zwei Börsentagen nach deren Erlass in Übereinstimmung mit Art. 6 f. UEV zu veröffentlichen.

[80] Die vorliegende Verfügung wird nach der Publikation ihres Dispositivs durch Zenith auf der Website der UEK veröffentlicht (vgl. Art. 138 Abs. 1 FinfraG i.V.m. Art. 60 Abs. 2 und 65 Abs. 1 UEV).

—

## 9. Gebühr

[81] Gemäss Art. 117 Abs. 5 FinfraV kann die UEK in besonderen Fällen, namentlich wenn eine qualifizierte Aktionärin der UEK besonderen Aufwand verursacht, diese zur Entrichtung einer Gebühr verpflichten.

[82] Vorliegend überschreitet der durch die Einsprache verursachte Aufwand das Mass, welches üblicherweise mit einer Einsprache einhergeht. Damit ist ein besonderer Fall i.S.v. Art. 117 Abs. 5 FinfraV gegeben, welcher die Erhebung einer Gebühr angesichts des Umfangs und der Schwierigkeit der sich stellenden Rechtsfragen rechtfertigt (vgl. Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 65). Den Einsprecherinnen wird hiermit eine Gebühr von CHF 20'000 auferlegt, welche sie unter solidarischer Haftung zu tragen haben.

—



**Die Übernahmekommission verfügt:**

1. Die Einsprache von EQMC Europe Development Capital Fund und von QIF CCF – Mercer Investment Fund 2 wird vollständig abgewiesen.
2. ZI Zenith S.à r.l. wird verpflichtet, das Dispositiv der vorliegenden Verfügung innerhalb von zwei Börsentagen nach deren Erlass in Übereinstimmung mit Art. 6 f. UEV zu veröffentlichen.
3. Die vorliegende Verfügung wird nach der Publikation dieses Dispositivs gemäss Ziff. 2 auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.
4. EQMC Europe Development Capital Fund und QIF CCF – Mercer Investment Fund 2 wird unter solidarischer Haftung eine Gebühr von CHF 20'000 auferlegt.

Die Präsidentin:

Mirjam Eggen  
—

**Diese Verfügung geht an die Parteien:**

- ZI Zenith S.à r.l., vertreten durch Dieter Dubs und Dr. Urs Kägi, Bär & Karrer AG, Zürich.
- u-blox Holding AG, vertreten durch Hans-Jakob Diem und Iliana Djagova, Walder Wyss Ltd.
- EQMC Europe Development Capital Fund und QIF CCF – Mercer Investment Fund 2, beide vertreten durch Dr. Matthias Courvoisier, Baker McKenzie Switzerland AG, Zürich.

**Mitteilung an:**

- Ernst & Young AG (Prüfstelle).



**Rechtsmittelbelehrung:**

**Beschwerde (Art. 140 des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes, SR 958.1):**

Diese Verfügung kann innert einer Frist von fünf Börsentagen bei der Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, Laupenstrasse 27, CH-3003 Bern, angefochten werden. Die Anfechtung hat schriftlich zu erfolgen und ist zu begründen. Die Beschwerde hat den Erfordernissen von Art. 52 VwVG zu genügen.

—