



Verfügung 650/01

vom 7. Februar 2017

Öffentliches Rückkaufsprogramm von AP Alternative Portfolio AG – Festsetzung des Rückkaufspreises im Rahmen einer so genannten *Dutch Auction*

Sachverhalt:

A.

Die AP Alternative Portfolio AG (**AP** oder **Gesuchstellerin**) ist eine Schweizerische Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich. Der Zweck der AP ist insbesondere der direkte oder indirekte Erwerb, die dauernde Verwaltung und die Veräusserung von Beteiligungen an in- und ausländischen Gesellschaften, Anlagefonds und anderen Rechtseinheiten im Bereich alternativer Anlagen. Das Aktienkapital von AP beträgt per Datum dieser Verfügung CHF 25'439'220.00. Es ist in 565'316 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 45.00 eingeteilt (**AP Aktien**). Die AP Aktien sind an der BX Berne eXchange (**BX**) kotiert (BX: APN).

B.

Im Hinblick auf die Lancierung eines beabsichtigten, neuen Rückkaufsprogramms zwecks nachfolgender Kapitalherabsetzung durch Vernichtung der zurückgekauften Aktien (das **AP-Aktienrückkaufsprogramm**) reichte AP mit Schreiben vom 20. Januar 2017, eingegangen am 23. Januar 2017, bei der Übernahmekommission ein Gesuch mit folgendem Antrag ein:

„Es sei das beabsichtigte öffentliche Rückkaufsangebot der AP Alternative Portfolio AG, im Volumen von maximal 52'000 Namenaktien, bei welchem der Rückkaufspreis im Rahmen einer Dutch Auction bestimmt wird, analog zu dem durch die UEK mit Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 genehmigten öffentlichen Rückkaufsprogramm, von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote freizustellen; dies unter Bewilligung einer Ausnahme von Rn 11 f. des UEK-Rundschreibens Nr. 1: Rückkaufprogramme.“

Dem Gesuch lagen insbesondere das unterzeichnete Formular „Meldung eines Rückkaufsprogramms“ (nachfolgend das **Meldeformular**) und der Entwurf eines Rückkaufsinserats (nachfolgend das **Indikative Rückkaufsinserat**) bei.

C.

Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus Thomas A. Müller (Präsident), Beat Fellmann und Thomas Rufer gebildet.

—



Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:

1. Notwendigkeit der Freistellung des Rückkaufsprogramms mittels Verfügung

[1] Öffentliche Angebote einer Gesellschaft für ihre eigenen Aktien gelten als öffentliche Kaufangebote im Sinne von Art. 2 lit. i FinfraG. Dazu gehört auch die Bekanntgabe der Absicht einer Gesellschaft, eigene Beteiligungspapiere an der Börse zurückzukaufen (vgl. zu Art. 2 lit. i FinfraG bzw. zu Art. 2 lit. e aBEHG die Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erw. 1 bzw. die Verfügung 595/01 vom 16. März 2015 in Sachen *Actelion Ltd*, Erw. 1, sowie die grundlegende Verfügung der EBK vom 4. März 1998 in Sachen *Pharma Vision 2000 AG*, *BK Vision AG* und *Stillhalter Vision AG*, Erw. 2). Somit unterstehen öffentlich angekündigte Aktienrückkaufsprogramme grundsätzlich dem vierten Kapitel des FinfraG über öffentliche Kaufangebote.

[2] Nach Art. 4 Abs. 1 UEV kann die Übernahmekommission von Amtes wegen oder auf Gesuch hin Ausnahmen von einzelnen Bestimmungen der UEV gewähren, sofern diese Ausnahmen durch überwiegende Interessen gerechtfertigt sind. Gemäss Art. 4 Abs. 2 UEV kann die Übernahmekommission sodann den Anbieter davon befreien, einzelne Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote zu beachten, wenn sich sein Angebot auf eigene Beteiligungspapiere bezieht und Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit sowie Treu und Glauben gewährleistet sind (lit. a) und keine Hinweise auf eine Umgehung des FinfraG oder anderer Gesetzesbestimmungen vorliegen (lit. b).

[3] Gestützt auf Art. 4 Abs. 2 UEV wurde das UEK-Rundschreiben Nr. 1: Rückkaufprogramme vom 27. Juni 2013 erlassen (**UEK-Rundschreiben Nr. 1**). Darin sind die Voraussetzungen und Auflagen aufgeführt, denen Rückkaufprogramme entsprechen müssen, damit sie von der Anwendung der ordentlichen Bestimmungen des Übernahmerechts freigestellt werden (UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 4). Entspricht ein Rückkaufprogramm vollständig den Voraussetzungen und Auflagen gemäss den Kapiteln 1 bis 4 des UEK-Rundschreibens Nr. 1, so ist das Meldeverfahren auf dieses Rückkaufprogramm anwendbar (UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 5 i.V.m. Rn 31 ff.). Die Anbieterin ist dann davon befreit, die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote einzuhalten. Andernfalls ist eine Verfügung der Übernahmekommission nötig, um das Rückkaufprogramm von der Anwendung dieser Bestimmungen freizustellen (UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 5 i.V.m. Rn 35 ff.). Dadurch soll insbesondere sichergestellt werden, dass Rückkaufprogramme, die nicht sämtliche Voraussetzungen und Auflagen des UEK-Rundschreibens Nr. 1 erfüllen, einer eingehenden Prüfung unterzogen werden.

[4] Das UEK-Rundschreiben Nr. 1 sieht zwei Möglichkeiten vor, wie eigene Beteiligungspapiere erworben werden können. Zum einen sind das die Rückkaufprogramme zum Festpreis (UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 16 – 20), zum anderen diejenigen zum Marktpreis (UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 21 – 26). Die Angebote zum Festpreis entsprechen öffentlichen Teilangeboten, die für eine Mindestdauer von zehn Börsentagen offen sind und die zu einem bestimmten Preis unterbreitet werden. Die Angebote zum Marktpreis stellen Transaktionen dar, in welchen der Anbieter



seine Absicht bekannt gibt, eigene Aktien auf der ordentlichen oder auf einer zweiten Handelslinie zurückzukaufen. Sie dauern maximal drei Jahre und erfolgen zu einem Preis, der sich aus den *Matching Rules* der betreffenden Börsenplattform ergibt. Bei Rückkäufen zum Marktpreis ist der Emittent ferner nicht verpflichtet, diejenigen Titel, welche ihm angedient werden, zu erwerben.

[5] Das vorliegende Aktienrückkaufsprogramm von AP lässt sich nicht eindeutig in die gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 1 vorgegebenen Kategorien (Aktienrückkaufsprogramm zum Festpreis bzw. Aktienrückkaufsprogramm zum Marktpreis) einordnen (vgl. dazu die Ausführungen in Erw. 2). Ausserdem überschreitet das beabsichtigte Volumen der Rückkäufe von maximal 52'000 AP Aktien auch die Schwelle von 20% des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere gemäss Rn 11 des UEK-Rundschreiben Nr. 1 (vgl. dazu die Ausführungen in Erw. 3), womit es zur Freistellung des vorliegenden Aktienrückkaufsprogramms einer Verfügung der Übernahmekommission bedarf.

2. Festsetzung des Rückkaufspreises im Rahmen einer so genannten Dutch Auction

2.1 Konkrete Funktionsweise der Dutch Auction

[6] Der Rückkaufspreis für die im Rahmen des vorliegend zu beurteilenden AP-Aktienrückkaufsprogramms angedienten AP Aktien soll mittels einer so genannten *Dutch Auction* festgelegt werden. Der Rückkaufspreis soll für alle andienenden Aktionäre identisch sein und innerhalb einer vom Verwaltungsrat von AP noch zu bestimmenden Preisspanne liegen (Anmerkung: In dem der Übernahmekommission vorliegenden Indikativen Rückkaufsinserat ist auf unverbindlicher Basis eine Spannweite von CHF 250 bis CHF 275 angegeben, was unter Annahme eines durchschnittlichen Börsenkurses im Jahr 2017 von CHF 245 einer Prämie von CHF 5 bis CHF 30 je AP Aktie bzw. unter Annahme eines *Net Asset Value (NAV)* per Ende 2016 von rund USD 294 bzw. CHF 295 einem Discount von 6.7% bis 15.2% je AP Aktie entspräche.).

[7] Im Hinblick auf die Festlegung des Rückkaufsspreises gibt jeder andienende Aktionär innerhalb der Rückkaufsfrist an, wie viele AP Aktien er zu welchem Preis (in ganzen Schweizer Franken) innerhalb der vom Verwaltungsrat von AP vorgegebenen Preisspanne verkaufen möchte (die **Verkaufsangebote**). Ein Aktionär, der 10'000 AP Aktien hält, soll beispielsweise bei einer Preisspanne von CHF 250 bis CHF 275 innerhalb der Rückkauffrist erklären können, dass er 5'000 AP Aktien zu je CHF 265 und 2'000 AP Aktien zu je CHF 275 verkaufen möchte. Er soll aber beispielsweise auch angeben können, dass er nur 5'000 Aktien zu je CHF 270 verkaufen will.

[8] Der Rückkaufspreis wird gestützt auf die Verkaufsangebote der Aktionäre identisch so festgesetzt, dass das gesamte geplante Rückkaufsvolumen an die andienenden Aktionäre ausbezahlt und die AP Aktien zum tiefstmöglichen Rückkaufspreis durch AP erworben werden können (Anmerkung: In dem der Übernahmekommission vorliegenden Indikativen Rückkaufsinserat ist auf unverbindlicher Basis ein Rückkaufsvolumen von maximal CHF 11'000'000 angegeben.). Die andienenden Aktionäre sollen dabei entweder zu dem von ihnen im Rahmen der *Dutch Auction* angegebenen oder zu einem höheren Preis als diesem ihre AP Aktien verkaufen können. Ver-



kaufsangebote der Aktionäre, die über dem festgelegten Rückkaufspreis liegen, werden nicht berücksichtigt.

[9] Falls zu dem Rückkaufspreis, der im Rahmen der *Dutch Auction* festgelegt wurde, nicht alle angebotenen AP Aktien zurückgekauft werden können, weil das maximale Rückkaufsvolumen bereits erreicht ist, erfolgt eine proportionale Kürzung derjenigen AP Aktien, die auf dem Niveau des letztlich bestimmten Rückkaufspreises von jedem Aktionär angeboten wurden. Mit anderen Worten erfolgt auf dem Niveau des letztendlich festgelegten Rückkaufspreises eine proportionale Kürzung der zu diesem Rückkaufspreis angebotenen AP Aktien.

[10] In ihrem Schreiben vom 20. Januar 2017 (vgl. dazu Sachverhalt lit. B oben) führt die Gesuchstellerin weiter aus, dass das vorliegende System der *Dutch Auction* insbesondere Vorteile für die Angebotsempfänger habe, die sich trotz illiquidem Markt von ihrem Titel zu einem guten, über dem Börsenkurs liegenden Preis trennen möchten. Der Mechanismus der *Dutch Auction* habe aber auch Vorteile für die nicht anbietenden Investoren, die ein Interesse daran hätten, dass der letztlich bezahlte Rückkaufspreis nahe an der Untergrenze der vorgegebenen Preisspanne zu liegen kommt, so dass sich die in der Gesellschaft verbleibende Substanz auf weniger Titel verteilt.

2.2 Analyse

2.2.1 Einleitende Bemerkungen

[11] Mit der Thematik eines öffentlichen Rückkaufsangebots, bei welchem der Rückkaufspreis mittels einer *Dutch Auction* bestimmt wird, hatte sich die Übernahmekommission bereits im Rahmen der Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Portfolio AG* (die **Verfügung 622/01**) auseinandergesetzt.

[12] Das AP-Aktienrückkaufsprogramm entspricht in seiner Funktionsweise exakt dem Rückkaufsprogramm, das die Übernahmekommission mit der Verfügung 622/01 freigestellt hatte. Zur Beurteilung des nun vorliegenden Aktienrückkaufsprogramms gelangen dementsprechend in der Folge dieselben Kriterien zur Anwendung, welche bereits im Rahmen der Verfügung 622/01 massgebend waren.

2.2.2 Beurteilung

[13] Das im Rahmen des AP-Aktienrückkaufsprogrammes angewandte *Dutch Auction*-Verfahren entspricht dem Grundsatz und seiner Dauer nach einem Angebot zum Festpreis. Der letztlich bezahlte Rückkaufspreis wird dabei jedoch über ein Auktionsverfahren festgelegt, womit das AP-Aktienrückkaufsprogramm auch das Element eines Marktmechanismus beinhaltet. Die *Dutch Auction* enthält somit sowohl Aspekte eines Rückkaufsprogramms zum Festpreis als auch solche eines Rückkaufsprogramms zum Marktpreis. Die Charakteristika der Rückkäufe zum Festpreis, wie z.B. die Dauer sowie auch der allen Aktionären bezahlte identische Rückkaufspreis, überwie-



gen allerdings. Folglich prüft die Übernahmekommission das *Dutch Auction*-Verfahren mit Blick auf die Bestimmungen, die sich auf Aktienrückkäufe zum Festpreis beziehen.

[14] AP beantragt, ihr beabsichtigtes öffentliches Rückkaufsprogramm sei von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote freizustellen. Nach Art. 4 Abs. 2 UEV kann die Übernahmekommission einen Anbieter davon befreien, einzelne Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote zu beachten, wenn Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit sowie Treu und Glauben gewährleistet sind (lit. a) und keine Hinweise auf eine Umgehung des FinfraG oder anderer Gesetzesbestimmungen vorliegen (lit. b). Vorliegend ist zu prüfen, ob das AP-Aktienrückkaufsprogramm i.S.v. Art. 4 Abs. 2 UEV davon befreit werden kann, die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote einzuhalten.

2.2.2.1 Grundsatz der Gleichbehandlung

[15] Nach Art. 127 Abs. 2 FinfraG muss ein Anbieter die Inhaber von Beteiligungspapieren derselben Art gleich behandeln. Daraus wird geschlossen, dass der Angebotspreis grundsätzlich für alle Personen, welche ihre Beteiligungspapiere in einem Angebot andienen, gleich sein muss. Nur bei objektiv feststellbaren Unterschieden kann dieser Angebotspreis unterschiedlich sein. Namentlich kann das der Fall sein, wenn verschiedene Beteiligungspapiere Gegenstand des Angebotes sind. Doch auch dann hat der Anbieter darauf zu achten, dass ein angemessenes Verhältnis zwischen den angebotenen Preisen gewahrt bleibt (vgl. Art. 9 Abs. 3 UEV). Des Weiteren hat der Grundsatz der Gleichbehandlung zur Folge, dass, wenn ein Anbieter nicht alle Annahmeerklärungen erfüllen kann, er diese anteilmässig berücksichtigen muss (vgl. Art. 9 Abs. 5 Satz 2 UEV; UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 18).

[16] In der vorliegend zu beurteilenden *Dutch Auction* entscheiden die Aktionäre selbst, zu welchem Preis sie ihre Titel innerhalb der vorgegebenen Preisspanne andienen möchten. Anschließend wird der letztlich geltende Rückkaufspreis so festgelegt, dass das beabsichtigte Rückkaufsvolumen erreicht wird. Aktionäre von AP, die ihre Beteiligungspapiere dabei zu einem höherem als dem letztlich geltenden Rückkaufspreis angedient haben, werden beim Rückkauf nicht berücksichtigt. Sodann werden entgegen Rn 18 des UEK-Rundschreiben Nr. 1 vorliegend lediglich diejenigen Aktionäre, die den letztlich geltenden Rückkaufspreis genau treffen, gegebenenfalls in ihrer Andienungsquote proportional gekürzt (d.h. sofern die Andienungsquote das maximale Rückkaufsvolumen übersteigt). Alle Aktionäre, die zum Zuge kommen, erhalten schliesslich denselben Rückkaufspreis.

[17] Es ist im Folgenden zu prüfen, ob die proportionale Kürzung bezüglich lediglich derjenigen Aktionäre, deren Verkaufsangebote zum letztlich geltenden Rückkaufspreis erfolgten, dem Grundsatz der Gleichbehandlung entspricht.

[18] Mit der vom Verwaltungsrat von AP vorgegebenen Preisspanne enthält das vorliegende Rückkaufsprogramm einen minimalen Rückkaufspreis, welcher der Untergrenze der vorgegebenen Preisspanne entspricht. Diese verbindliche Preisuntergrenze bildet das funktionale Äquivalent eines Angebots zum Festpreis. Die Anbieterin muss Aktien, die zu diesem minimalen Preis ange-



dient werden, übernehmen. Wird das gesamte beabsichtigte Rückkaufsvolumen auf dieser Stufe erreicht, so erfolgt – wie auch bei einem Angebot zum Festpreis – eine proportionale Kürzung. Wenn das gesamte beabsichtigte Rückkaufsvolumen zu diesem minimalen Rückkaufspreis abgesetzt wird, betrifft ferner die Reduktion der zurückgekauften Titel alle berücksichtigten Aktionäre im gleichen Mass.

[19] Das AP-Aktienrückkaufsprogramm enthält ferner eine Komponente, die es den Aktionären ermöglicht, im Rahmen der vorgegebenen Preisspanne auf einen höheren Rückkaufspreis zu spekulieren (d.h. auf einen Preis der über der Untergrenze der vorgegebenen Preisspanne liegt). Dabei gehen diese Aktionäre das Risiko ein, beim Rückkauf nicht berücksichtigt zu werden oder in ihrer Andienung proportional gekürzt zu werden. Jeder Aktionär hat folglich die Wahl, seine Aktien zum tiefsten Angebotspreis anzudienen und die Sicherheit zu haben, diesbezüglich gleich wie die anderen Aktionäre behandelt zu werden. Ein Aktionär kann hingegen auch versuchen, einen höheren Angebotspreis zu erhalten, indem er ein gewisses Risiko der Nichtandienung eingeht. Unter diesem Blickwinkel ist die Übernahmekommission der Ansicht, dass dem Gleichbehandlungsgrundsatz Genüge getan ist.

2.2.2.2 Grundsätze der Transparenz und der Lauterkeit

[20] Das Prinzip der Transparenz verlangt, dass der Angebotspreis transparent und für einen durchschnittlichen Anleger verständlich beschrieben ist. Dabei muss der Preis bestimmt oder zumindest bestimmbar sein (vgl. die Empfehlung 294/01 vom 26. Oktober 2006 in Sachen *SIG Holding AG*, Erw. 1.2.2.4). Sofern der Angebotspreis nicht konkret bestimmt, sondern lediglich bestimmbar ist, verlangt zudem der Grundsatz der Lauterkeit, dass der Preis nach objektiven Kriterien festgestellt wird, die nicht von den Parteien beeinflusst werden können (Verfügung 622/01 vom 3. Februar 2016 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erw. 3.2, Rn 15; Verfügung 418/01 vom 7. Juli 2009 in Sachen *BB Medtech*, Erw. 4.1; Empfehlung 290/01 i.S. *Acorn Alternative Strategies AG*, Erw. 2.2.5).

[21] In der vorliegenden *Dutch Auction* ist der Angebotspreis im Zeitpunkt seiner Publikation noch nicht bestimmt. Das ist erst am Ende dieser Auktion der Fall. Nichtsdestotrotz kann jeder Aktionär seine Beteiligungspapiere im Wissen um den tiefsten angebotenen Preis an AP verkaufen. Aus dieser Sicht kann der Rückkaufspreis als genügend bestimmt angesehen werden. Die Tatsache, dass dieser Preis am Ende der Auktion und somit der Rückkaufsfrist höher ausfallen kann, wird im vorliegenden Fall als zulässig betrachtet, da es sich bei den AP Aktien um illiquide Beteiligungspapiere im Sinne des UEK-RS Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 (**UEK-Rundschreiben Nr. 2**) handelt. Das Volumen der zurzeit an der BX gehandelten AP Aktien ist äusserst tief. AP steht somit vor der Schwierigkeit, einen festen Rückkaufspreis zu bestimmen, da zur Zeit kein liquider Markt für die AP Aktien besteht. Dieselben Schwierigkeiten bestehen auch für die Aktionäre von AP, die ihre Beteiligungspapiere verkaufen möchten. Das Verfahren der *Dutch Auction* enthält nun einen Mechanismus, der es erlaubt, einen adäquaten Preis für den Rückkauf der AP Aktien zu bestimmen. Die Aktionäre von AP haben zudem die



Möglichkeit, ihre Aktien zu einem Preis anzudienen, der über den minimal gebotenen Rückkaufspreis hinausgeht.

2.3 Fazit

[22] Angesichts der beschriebenen Umstände erscheint es gerechtfertigt, AP zu erlauben, den Rückkaufspreis mittels einer *Dutch Auction* zu bestimmen und für die vorliegende Transaktion eine Ausnahme von Rn 18 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 zu gewähren.

[23] AP wird in diesem Zusammenhang untersagt, sich während der Laufzeit des AP-Aktienrückkaufsprogramms bei der durchführenden Bank über den Stand, die Anzahl und den Preis der angedienten eigenen Aktien zu informieren oder entsprechende Informationen auf anderem Wege zu beziehen. Andernfalls könnte AP dadurch in der Lage sein, den Angebotspreis selbst zu beeinflussen, indem sie eigene Aktien in ihr Angebot andient oder solche Aktien einer dritten Partei zu einem tieferen als dem voraussichtlich zu Stande kommenden Preis andienen lässt und dadurch den Rückkaufspreis potentiell zu ihren eigenen Gunsten senkt.

—

3. Überschreitung von 20% des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere

3.1 Grundsatz

[24] Wie bereits in Erw. 1 oben erwähnt, darf gemäss Rn 11 des UEK-Rundschreiben Nr. 1 das Volumen der Rückkäufe gesamthaft 20 Prozent des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere nicht übersteigen. Die in Rn 11 enthaltene Beschränkung stellt eine der Bedingungen gemäss Art. 123 Abs. 2 FinfraV dar, bei deren Einhaltung kein Insiderhandel oder Marktmanipulation angenommen wird (sog. *safe harbor*, Art. 143f Abs. 2 lit. b FinfraG i.V.m. Art. 122 FinfraV und Erläuterungsbericht des Eidgenössischen Finanzdepartements [EFD] zur Änderung der Börsenverordnung vom 10. April 2013, S. 3).

3.2 Gewährung einer Ausnahme

[25] Die Übernahmekommission kann im Einzelfall Rückkäufe in einem grösseren Umfang als nach Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 bewilligen, wenn dies mit den Interessen der Anlegerinnen und Anleger vereinbar ist (Art. 123 Abs. 3 FinfraV). Mit der Gewährung einer Ausnahme wird der Umfang der zulässigen Verhaltensweise gemäss Art. 122 FinfraV entsprechend dem gewährten Umfang der Rückkäufe erweitert und als Konsequenz davon liegt vermutungshalber kein Insiderhandel oder keine Marktmanipulation vor.

[26] Ein die Schwellenwerte der Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 übersteigendes Rückkaufvolumen kann gemäss Praxis der Übernahmekommission bewilligt werden, wenn sichergestellt ist, dass der Rückkauf nicht zu einer erheblichen Veränderung der Kontrollverhältnisse führt. Ebenso wenig darf es zu einer übermässigen Reduktion des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspa-



piere führen und die übernahmerechtlichen Grundsätze müssen eingehalten sein (Verfügung 519/01 vom 22. Oktober 2012 in Sachen *shaPE Capital AG*, Erw. 2, wo allerdings noch das mittlerweile revidierte UEK-Rundschreiben Nr. 1 vom 26. Februar 2010 zur Anwendung gelangte).

3.2.1 Keine erhebliche Änderung der Kontrollverhältnisse

[27] Gemäss den Angaben der Gesuchstellerin in ihrem Schreiben vom 20. Januar 2017 (vgl. dazu Sachverhalt lit. B oben) zur Aktionärsstruktur der AP halten die nachfolgend aufgeführten Aktionäre mehr als 3% des Kapitals und der Stimmrechte an AP (Stand: 20. Januar 2017):

- Pensionskasse der Julius Bär Gruppe, Zug, mit rund 17.61% der Kapital- und Stimmrechtsanteile (99'547 AP Aktien);
- Luzerner Pensionskasse (LUPK), Luzern, mit rund 17.41% der Kapital- und Stimmrechtsanteile (98'394 AP Aktien);
- Comunitas Vorsorgestiftung, Bern, mit rund 12.56% der Kapital- und Stimmrechtsanteile (71'030 AP Aktien);
- GAM Investment Management (Switzerland) AG (Fondsleitung des JB Inst BVG/LPP Flexible Fund), Zürich, mit rund 9.35% der Kapital- und Stimmrechtsanteile (52'860 AP Aktien); sowie
- Pensionskasse der Stadt Biel, Biel, mit rund 7.77% der Kapital- und Stimmrechtsanteile (43'929 AP Aktien).

[28] Bei dieser Aktionärsstruktur hat das maximale Volumen des vorliegenden Rückkaufsprogramms von insgesamt rund 9.19 % des Kapitals und der Stimmrechte von AP (52'000 AP Aktien) keine erhebliche Auswirkung auf die Kontrollverhältnisse. Durch den Rückkauf und die Vernichtung der Aktien aus dem vorliegenden Rückkaufsprogramm wird sich die Aktionärsstruktur nämlich nur unwesentlich verändern: Weder vor noch nach Abschluss des Rückkaufsprogramms gibt es einen beherrschenden Aktionär. Die bereits heute bestehende Streuung der AP Aktien dürfte auch nach dem Abschluss des geplanten Rückkaufs im Wesentlichen bestehen bleiben.

3.2.2 Keine übermässige Reduktion des frei handelbaren Anteils

[29] Zur Berechnung des frei handelbaren Anteils der Beteiligungsrechte (**Free Float**) werden die direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten gehaltenen Beteiligungen von mehr als 5% vom gesamten Aktienkapital (100%) abgezogen (vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 12).

[30] Im vorliegenden Fall beträgt der *Free Float* vor Lancierung des AP-Aktienrückkaufsprogramms (Stand: 20. Januar 2017) rund 35.30%. Gemessen an diesem *Free*



Float überschreitet das Volumen des vorliegenden Rückkaufsprogramms mit rund 26% die massgebliche 20%-Schwelle um rund 6 Prozentpunkte (vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 11 und 12).

[31] Unter Berücksichtigung des vorliegenden Rückkaufsprogramms wird der *Free Float* zunächst um maximal 9.19 Prozentpunkte, von 35.30% auf 26.11%, sinken. Ob sich der *Free Float* nach Durchführung des Rückkaufsprogramms bzw. nach Vernichtung der darunter angedienten AP Aktien wieder erhöhen wird, lässt sich derzeit nicht vorhersagen. Der Verwaltungsrat von AP geht allerdings davon aus, dass am AP-Aktienrückkaufsprogramm nebst Grossaktionären aus steuerlichen Gründen vor allem institutionelle Anleger interessiert sein dürften, womit denkbar ist, dass einige der in Erw. 3.2.1 genannten Aktionäre ihre AP Aktien unter dem beabsichtigten Rückkaufsprogramm andienen werden.

[32] Die Gesuchstellerin führt in ihrem Schreiben vom 20. Januar 2017 (vgl. dazu Sachverhalt lit. B oben) sodann aus, dass das beabsichtigte Rückkaufsprogramm auch klar im Interesse der Minderheitsaktionäre von AP liege, da im Rahmen der geplanten Rückführung von Kapital es für Minderheitsaktionäre vorteilhaft sei, wenn bei Dividendenzahlungen auf Kapitaleinlagereserven zurückgegriffen werden könne. Durch die Vernichtung der im Rahmen des Rückkaufsprogramms zurückgekauften AP Aktien steige nämlich die Kapitaleinlagereserve pro AP Aktie und damit das „Substrat“, das steuerfrei an Kleinaktionäre ausgeschüttet werden könne. Des Weiteren erklärt die Gesuchstellerin, dass die Handelsaktivität in AP Aktien – unabhängig von der Entwicklung des *Free Float* nach Durchführung des Rückkaufsprogramms – ohnehin derart gering sei, dass aus Sicht der Minderheitsaktionäre eine Verringerung des *Free Float* keine Auswirkungen zeigen werde. Käufer der AP Aktien seien typischerweise vielmehr Grossaktionäre, die im Vertrauen darauf kaufen würden, dass sie die AP Aktien im Rahmen künftiger Rückkaufsprogramme andienen, oder auf die Liquidation von AP warten könnten (da sie aus einer Liquidation keine Steuerkonsequenz zu befürchten hätten).

[33] Die Übernahmekommission schliesst sich der Argumentation der Gesuchstellerin aus den nachfolgend genannten Gründen im Wesentlichen an:

- Der *Free Float* verringert sich im Zuge der Durchführung des vorliegenden Rückkaufsprogramms maximal von 35.30% auf 26.11%, was einer Reduktion des *Free Float* von maximal 9.19 Prozentpunkten entspricht. Die Ausführungen der Gesuchstellerin lassen jedoch erwarten, dass die tatsächliche Reduktion des *Free Float* geringer ausfallen dürfte, da das vorliegende Aktienrückkaufsprogramm aus steuerlichen Gründen in erster Linie für institutionelle Anleger interessant sein dürfte. Zu letzterer Kategorie gehören insbesondere auch die in Erw. 3.2.1 genannten Aktionäre mit aktuellen Beteiligungen an AP von über 5%.
- Die Ausführungen der Gesuchstellerin, wonach (i) Minderheitsaktionäre vom vorliegenden Rückkaufsprogramm selbst dann profitieren, wenn die Zahl der frei handelbaren AP Aktien als Folge des Rückkaufsprogramms sinken würde und (ii) eine Reduktion des *Free*



Float im vorliegenden Fall wohl auch gar keinen kausalen Effekt auf die Handelsaktivitäten und damit die Liquidität der AP Aktien hätte, erscheinen nachvollziehbar.

- Die Durchführung des vorliegenden Rückkaufsprogramms führt nicht zu einer Unterschreitung von Mindestschwellen, welche Kotierungsvoraussetzung gemäss den Bestimmungen der Börse sind, an welcher die AP Aktien kotiert sind (vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 13).

[34] Unter Zugrundelegung obiger Ausführungen stellt die Übernahmekommission fest, dass das vorliegende Rückkaufsprogramm keine übermässige Reduktion des *Free Float* bewirkt.

3.2.3 Einhaltung der übernahmerechtlichen Grundsätze

[35] Im Übrigen sind mit dem vorliegenden Rückkaufsprogramm auch die übernahmerechtlichen Grundsätze (Art. 1 UEV: Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung) eingehalten.

3.3 Fazit

[36] Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das beabsichtigte Rückkaufsprogramm keine massgebliche Veränderung der Kontrollverhältnisse und keine übermässige Reduktion des *Free Float* zur Folge hat. Im Übrigen sind die übernahmerechtlichen Grundsätze eingehalten. Daher wird der Gesuchstellerin eine Ausnahme von Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 gewährt.

–

4. Übrige Voraussetzungen für die Freistellung des Rückkaufsprogramms

[37] Die übernahmerechtlichen Grundsätze und übrigen Voraussetzungen gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 1 sind vorliegend eingehalten.

[38] AP als Anbieterin und die mit dem Rückkauf beauftragte Bank müssen spätestens am dritten Börsentag nach Ablauf des Rückkaufsprogramms bestätigen, dass die Auflagen gemäss den Kapiteln 2 und 3 der UEK-Rundschreibens Nr. 1 eingehalten sind.

–

5. Ergebnis

[39] Das geplante Rückkaufsprogramm von AP wird von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote freigestellt und – unter Gewährung einer Ausnahme von Rn 11 und Rn 18 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 – den Bestimmungen und Auflagen des UEK-Rundschreibens Nr. 1 unterstellt.

[40] Dem Antrag der Gesuchstellerin (vgl. Sachverhalt lit. B) wird stattgegeben.

–

–

–



[41] Die Freistellung des Rückkaufsprogramms von der Einhaltung gewisser Bestimmungen befreit die Gesuchstellerin nicht davon, die Vorschriften des Obligationenrechts einzuhalten, wofür der Verwaltungsrat von AP verantwortlich bleibt. Die Übernahmekommission prüft die Einhaltung von Art. 659 OR grundsätzlich nicht (vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 7).

—

6. Rückkaufsinserat

[42] Gemäss Rn 41 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 hat AP das Rückkaufsinserat gemäss Art. 6 und Art. 7 UEV zu veröffentlichen.

[43] Das Rückkaufsinserat muss gemäss Rn 40 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 (i) den erwähnten Mindestinhalt gemäss dem Formular „Meldung eines Rückkaufsprogramms“, (ii) das Dispositiv der vorliegenden Verfügung sowie (iii) den Hinweis enthalten, innert welcher Frist und unter welchen Voraussetzungen ein Aktionär Parteistellung beanspruchen und Einsprache gegen diese Verfügung erheben kann.

—

7. Publikation und Karenzfrist

[44] Diese Verfügung wird an dem Tag, an welchen das Rückkaufsinserat publiziert wird, auf der Webseite der Übernahmekommission veröffentlicht.

[45] Das Rückkaufsprogramm kann erst zehn Börsentage nach der Veröffentlichung dieser Verfügung lanciert werden (UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 38).

—

8. Gebühr

[46] Für die Prüfung des vorliegenden Gesuchs wird eine Gebühr zulasten von AP in der Höhe von CHF 20'000 erhoben (UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 39 i.V.m. Art. 118 Abs. 1 und 2 FinfraV).

—



Die Übernahmekommission verfügt:

1. Das Rückkaufsprogramm von AP Alternative Portfolio AG im Umfang von maximal 52'000 eigenen Namenaktien, bei welchem der Rückkaufspreis im Rahmen einer *Dutch Auction* bestimmt wird, wird von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote freigestellt.
2. Das Rückkaufsprogramm von AP Alternative Portfolio AG im Umfang von maximal 52'000 eigenen Namenaktien, bei welchem der Rückkaufspreis im Rahmen einer *Dutch Auction* bestimmt wird, wird den Bestimmungen und Auflagen des UEK-Rundschreibens Nr. 1 unterstellt.
3. AP Alternative Portfolio AG wird eine Ausnahme von Rn 11 und Rn 18 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 gewährt.
4. Das Rückkaufsinserat von AP Alternative Portfolio AG hat das Dispositiv der vorliegenden Verfügung und den Hinweis zu enthalten, innert welcher Frist und unter welchen Voraussetzungen ein Aktionär Parteistellung beanspruchen und Einsprache gegen diese Verfügung erheben kann.
5. AP Alternative Portfolio AG wird untersagt, sich während der Laufzeit des Rückkaufsprogramms bei der durchführenden Bank über den Stand, die Anzahl und den Preis der angebotenen eigenen Aktien zu informieren oder entsprechende Informationen auf anderem Wege zu beziehen.
6. Die vorliegende Verfügung wird am Tag der Publikation des Rückkaufsinserates von AP Alternative Portfolio AG auf der Webseite der Übernahmekommission veröffentlicht.
7. Die Gebühr zu Lasten von AP Alternative Portfolio AG beträgt CHF 20'000.

Der Präsident des Ausschusses:

Thomas A. Müller

Diese Verfügung geht an:

- AP Alternative Portfolio AG, vertreten durch Prof. Dr. Rolf Watter, Bär & Karrer AG.



Rechtsmittelbelehrung:

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

Diese Verfügung kann innert einer Frist von fünf Börsentagen bei der Eidgenössischen 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.

—

Einsprache (Art. 58 der Übernahmeverordnung, SR 954.195.1):

Ein Aktionär, welcher eine Beteiligung von mindestens drei Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, nachweist (qualifizierter Aktionär, Art. 56 UEV) und am Verfahren bisher nicht teilgenommen hat, kann gegen die vorliegende Verfügung Einsprache erheben. Die Einsprache ist bei der Übernahmekommission innerhalb von fünf Börsentagen nach der Veröffentlichung der vorliegenden Verfügung einzureichen. Sie muss einen Antrag und eine summarische Begründung sowie den Nachweis der Beteiligung gemäss Art. 56 Abs. 3 und 4 UEV enthalten (Art. 58 Abs. 3 UEV).

—