



Verfügung 777/01

vom 12. Februar 2021

Öffentliches Rückkaufprogramm von AP Alternative Portfolio AG – Festsetzung des Rückkaufpreises im Rahmen einer *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 derzeit CHF 142'037.60. Es ist in 355'094 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.40 eingeteilt (**AP-Aktien**). Die AP-Aktien sind an der BX Swiss AG (**BX**) kotiert (BX: APN).

B.

Die Beteiligungsverhältnisse an AP stellen sich gemäss der Gesuchstellerin per 31. Dezember 2020 wie folgt dar:

- Die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe, Zug, hält 99'547 AP-Aktien (entsprechend 28.03% des Aktienkapitals und der Stimmrechte);
- die Previs Vorsorge, Bern, hält 47'000 AP-Aktien (entsprechend 13.24% des Aktienkapitals und der Stimmrechte);
- die Pensionskasse der Stadt Biel, Biel, hält 43'929 AP-Aktien (entsprechend 12.37% des Aktienkapitals und der Stimmrechte);
- die GAM Investment Management (Switzerland) AG, Zürich, hält 38'860 AP-Aktien (entsprechend 10.94% des Aktienkapitals und der Stimmrechte); und
- die Gottfried und Julia Bangerter-Rhyner-Stiftung; Bern, hält 15'086 AP-Aktien (entsprechend 4.25% des Aktienkapitals und der Stimmrechte)

(die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe, die Previs Vorsorge, die Pensionskasse der Stadt Biel, die GAM Investment Management (Switzerland) AG sowie die Gottfried und Julia Bangerter-Rhyner-Stiftung nachfolgend gemeinsam die **Grossaktionäre**).

Der frei handelbare Anteil der AP-Aktien (*Free Float*) beträgt bei dieser Ausgangslage 35.42%.



C.

AP möchte basierend auf dem Beschluss der Generalversammlung vom 19. Juni 2013 ein neues Rückkaufprogramm lancieren und das Aktienkapital (voraussichtlich im September 2021) herabsetzen, indem sie die anlässlich des neuen Rückkaufprogramms zurückgekauften AP-Aktien vernichtet (das **AP-Rückkaufprogramm**). Der beim AP-Rückkaufprogramm zur Anwendung gelangende Rückkaufpreis soll im Rahmen einer *Dutch Auction* festgelegt werden und dürfte sich gemäss den indikativen Angaben der Gesuchstellerin in einer Preisspanne von CHF 184 bis CHF 197 pro AP-Aktie bewegen, womit die AP-Aktien mit einem Abschlag bzw. *Discount* von voraussichtlich rund 4% bis 10% zum *Net Asset Value* (NAV) pro AP-Aktie gehandelt würden. Gemäss den Angaben der Gesuchstellerin dient das AP-Rückkaufprogramm dem Zweck, Liquidität an die Aktionäre der Gesellschaft zurückzuführen bzw. es diesen Aktionären zu ermöglichen, sofern und soweit gewünscht, ihre Beteiligung an der AP zu reduzieren.

Vor diesem Hintergrund reichte AP am 28. Januar 2021 ein Gesuch bei der Übernahmekommission mit folgendem Antrag ein (das **Gesuch**):

"Es sei das beabsichtigte öffentliche Rückkaufangebot der AP Alternative Portfolio AG, im Volumen von 80'000 Namenaktien, bei welchem der Rückkaufspreis im Rahmen einer Dutch Auction bestimmt wird, analog zu dem durch die UEK mit Verfügung 758/01 vom 10. Februar 2020 (sowie den Verfügungen 719/01 vom 4. Februar 2019, 680/01 vom 31. Januar 2018, 650/01 vom 7. Februar 2017 und 622/01 vom 3. Februar 2016) genehmigten öffentlichen Rückkaufsprogramm, von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote freizustellen und eine Ausnahme von Rn 11 und Rn 18 des UEK Rundschreibens Nr. 1: Rückkaufprogramme zu gewähren."

Dem Gesuch lagen u.a. das unterzeichnete Formular „Meldung eines Rückkaufprogramms“ (das **Meldeformular**) und der Entwurf eines Rückkaufinserats auf Deutsch und auf Französisch (das **indikative Rückkaufinserat**) bei.

Mit Blick auf ihren mit einer Beteiligung von 28.03% des Aktienkapitals und der Stimmrechte bedeutendsten Grossaktionär, die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe, führte die Gesuchstellerin im Gesuch aus, was folgt:

- Würde sich die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe nicht am AP-Rückkaufprogramm beteiligen oder könnten ihre im Rahmen des AP-Rückkaufprogramms angedienten AP-Aktien nicht berücksichtigt werden, so würde die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe nach erfolgter Kapitalherabsetzung des Aktienkapitals der AP von 355'094 auf 275'094 AP-Aktien und Eintragung dieser Herabsetzung im Handelsregister (voraussichtlich im September 2021) auf eine Beteiligung von 36.19% (bei unverändert 99'547 Aktien) an der AP kommen und damit die Schwelle von 33 1/3% gemäss Art. 135 FinfraG überschreiten.
- Da weder die AP noch die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe ein Interesse an einem Kontrollwechsel an der AP bzw. an einem Pflichtangebot nach Art. 135 FinfraG hätten,



würde sich die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe gegenüber der AP verpflichten wollen, sich am AP-Rückkaufprogramm zu beteiligen und der AP mindestens 8'000 Namenaktien zum Mindestpreis (voraussichtlich CHF 184 pro Aktie) anzudienen, um ihre Beteiligung von derzeit 28.03% unter 33 1/3% halten zu können. Mit einem Anteil von 91'547 Namenaktien würde die Julius Bär Gruppe nach Kapitalherabsetzung noch auf eine Beteiligung an der AP von rund 33.28% kommen.

- AP werde der Übernahmekommission die durch die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe unterzeichnete Andienungserklärung zeitnah nachreichen. Sollte die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe ihren Anteil im Zuge des AP-Rückkaufprogramms wider Erwartens aufgrund einer proportionalen Kürzung ihrer Andienung im Falle eines Überangebotes zum Mindestpreis nicht unter 33 1/3% halten können, würde die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe entweder einen Teil ihrer AP-Aktien am Markt verkaufen oder ein Gesuch um Ausnahme von der Angebotspflicht nach Art. 136 Abs. 1 l it. b FinfraG stellen.

Auf die Begründung des erwähnten Antrages wird soweit erforderlich in den Erwägungen eingegangen.

D.

Am 8. Februar 2021 liess die Gesuchstellerin der Übernahmekommission die im Rahmen ihres Gesuches angekündigte Andienungserklärung der Pensionskasse der Julius Bär Gruppe zukommen (vgl. Sachverhalt Bst. C), in welcher sich die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe gegenüber AP verpflichtet, anlässlich des AP-Rückkaufprogramms mindestens 8'000 AP-Aktien zum Mindestpreis anzudienen.

E.

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 AP-Rückkaufprogramms 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 die Verfügung 758/01 vom 10. Februar 2020 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erw. 1 und zu Art. 2 lit. e aBEHG 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 Aktienrückkaufprogramme 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**). Entspricht ein Rückkaufprogramm vollständig den Voraussetzungen und Auflagen gemäss den Kapiteln 1 bis 4 des UEK-Rundschreibens Nr. 1, so ist das Meldeverfahren 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.).

[4] Das UEK-Rundschreiben Nr. 1 sieht im Wesentlichen 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 AP-Aktienrückkaufprogramm lässt sich nicht eindeutig in die gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 1 vorgegebenen Kategorien (Aktienrückkaufprogramm zum Festpreis bzw. Aktienrückkaufprogramm zum Marktpreis) einordnen (vgl. dazu Erw. 2 unten). Aus diesem Grund und weil die gemäss Rn 18 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 verlangte proportionale Kürzung lediglich mit Blick auf die auf dem Niveau des festgelegten Rückkaufpreises angedienten AP-Aktien vorgenommen werden soll (vgl. dazu Erw. 2 unten) bzw. das Volumen des AP-Rückkaufprogramms die in Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 vorgesehenen Schwellenwerte von 10 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte und 20 Prozent des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere (*Free Float*) übersteigt (vgl. dazu Erw. 3 unten), bedarf es zur beantragten Freistellung des vorliegenden AP-Rückkaufprogramms (vgl. Sachverhalt Bst. C) einer Verfügung der Übernahmekommission.



[6] Nachfolgend ist zu prüfen, ob das beabsichtigte AP-Aktienrückkaufprogramm i.S.v. Art. 4 UEV von der Beachtung einzelner Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote befreit und – unter Gewährung bestimmter Ausnahmen von Voraussetzungen und Auflagen des UEK-Rundschreibens Nr. 1 – den Bestimmungen des UEK-Rundschreibens Nr. 1 unterstellt werden kann.

2. Festsetzung des Rückkaufpreises im Rahmen einer so genannten Dutch Auction bzw. Gewährung einer Ausnahme von Rn 18 des UEK-Rundschreibens Nr. 1

2.1 Funktionsweise der Dutch Auction

[7] Der Rückkaufpreis für das AP-Aktienrückkaufprogramm soll mittels einer sogenannten *Dutch Auction* festgelegt werden. Der Rückkaufpreis soll für alle andienenden Aktionäre identisch sein und innerhalb einer vom Verwaltungsrat von AP noch zu bestimmenden Preisspanne liegen. In dem indikativen Rückkaufinserat ist auf unverbindlicher Basis eine Spannweite von CHF 184 bis CHF 197 angegeben.

[8] Im Hinblick auf die Festlegung des Rückkaufpreises gibt jeder andienende Aktionär innerhalb der Rückkauffrist 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 mit Blick auf die indikative Preisspanne von vorliegend CHF 184 bis CHF 197 innerhalb der Rückkauffrist erklären können, dass er 5'000 AP-Aktien zu je CHF 184 und 5'000 AP-Aktien zu je CHF 194 verkaufen möchte. Er soll aber beispielsweise auch angeben können, dass er nur 5'000 Aktien zu je CHF 197 verkaufen will etc.

[9] Der Rückkaufpreis wird gestützt auf die Verkaufsangebote der Aktionäre identisch so festgesetzt, dass sämtliche 80'000 AP-Aktien, welche im Rahmen des AP-Rückkaufprogramms zurückgekauft werden sollen, zum tiefst möglichen Rückkaufpreis durch AP erworben werden können. 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. Verkaufsangebote der Aktionäre, die über dem festgelegten Rückkaufpreis liegen, werden nicht berücksichtigt.

[10] Falls zu dem Rückkaufpreis, der im Rahmen der *Dutch Auction* festgelegt wurde, nicht alle angedienten AP-Aktien zurückgekauft werden können, weil das maximale Rückkaufvolumen von vorliegend 80'000 AP-Aktien bereits erreicht ist, erfolgt eine proportionale Kürzung derjenigen AP-Aktien, die auf dem Niveau des letztlich bestimmten Rückkaufpreises von jedem Aktionär angedient wurden. Mit anderen Worten erfolgt auf dem Niveau des letztendlich festgelegten Rückkaufpreises eine proportionale Kürzung der zu diesem Rückkaufpreis angedienten AP-Aktien.

[11] Sollten die Aktionäre im Rahmen des AP-Rückkaufprogramms weniger als 80'000 AP-Aktien andienen, werden die angedienten AP-Aktien zum Höchstpreis (d.h. zum Preis des betragsmässig höchsten bei AP eingegangenen Verkaufsangebots) erworben.



2.2 Analyse

2.2.1 Einleitung

[12] Das im Rahmen des AP-Rückkaufprogramms angewandte *Dutch Auction*-Verfahren entspricht dem Grundsatz und seiner Dauer nach einem Angebot zum Festpreis. Der letztlich bezahlte Rückkaufpreis wird dabei jedoch über ein Auktionsverfahren festgelegt, womit das AP-Rückkaufprogramm auch das Element eines Marktmechanismus beinhaltet. Die *Dutch Auction* enthält somit sowohl Aspekte eines Rückkaufprogramms zum Festpreis als auch solche eines Rückkaufprogramms zum Marktpreis. Die Charakteristika der Rückkäufe zum Festpreis, wie z.B. die Dauer sowie auch der allen Aktionären bezahlte identische Rückkaufpreis, überwiegen allerdings. Folglich prüft die Übernahmekommission das *Dutch Auction*-Verfahren mit Blick auf die Bestimmungen, die sich auf Aktienrückkäufe zum Festpreis beziehen.

2.2.2 Grundsatz der Gleichbehandlung

[13] 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).

[14] 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 Rückkaufpreis so festgelegt, dass das beabsichtigte Rückkaufvolumen erreicht wird. Aktionäre von AP, die ihre Beteiligungspapiere dabei zu einem höherem als dem letztlich geltenden Rückkaufpreis angedient haben, werden beim Rückkauf nicht berücksichtigt. Sodann werden entgegen Rn 18 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 vorliegend lediglich diejenigen Aktionäre, die den letztlich geltenden Rückkaufpreis genau treffen, gegebenenfalls in ihrer Andienungsquote proportional gekürzt (d.h. sofern die Andienungsquote das maximale Rückkaufvolumen übersteigt). Alle Aktionäre, die zum Zuge kommen, erhalten schliesslich denselben Rückkaufpreis.

[15] Nach der Praxis der Übernahmekommission entspricht die proportionale Kürzung bezüglich lediglich derjenigen Aktionäre, deren Verkaufsangebote zum letztlich geltenden Rückkaufpreis erfolgen, dem Grundsatz der Gleichbehandlung (Verfügung 758/01 vom 10. Februar 2020 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erw. 2.2.2). Diesem Grundsatz ist somit Genüge getan.



2.2.3 Grundsätze der Transparenz und der Lauterkeit

[16] 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 Verfügung 758/01 vom 10. Februar 2020 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erw. 2.2.3). 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 758/01 vom 10. Februar 2020 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erw. 2.2.3).

[17] In der vorliegenden *Dutch Auction* ist der Angebotspreis im Zeitpunkt ihrer 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 Rückkaufpreis als genügend bestimmt angesehen werden. Die Tatsache, dass dieser Preis am Ende der Auktion und somit der Rückkauffrist höher ausfallen kann, wird im vorliegenden Fall insbesondere 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 Rückkaufpreis zu bestimmen, da 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 Rückkaufpreis hinausgeht.

2.3 Fazit

[18] Angesichts der beschriebenen Umstände und mangels Hinweisen auf eine Umgehung des FinfraG oder anderer Gesetzesbestimmungen erscheint es gerechtfertigt, AP zu erlauben, den Rückkaufpreis mittels einer *Dutch Auction* zu bestimmen und für die vorliegende Transaktion eine Ausnahme von Rn 18 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 zu gewähren.

[19] AP wird in diesem Zusammenhang untersagt, sich während der Laufzeit des AP-Rückkaufprogramms 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. Andernfalls könnte AP dadurch in der Lage sein, den Angebotspreis selbst zu beeinflussen.

—



3. Rückkaufvolumen von mehr als 10% des Kapitals und der Stimmrechte und von mehr als 20% des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere bzw. Gewährung einer Ausnahme von Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1

[20] Gemäss Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 darf das Volumen der Rückkäufe gesamthaft weder 10 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte noch 20 Prozent des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere (*Free Float*) übersteigen.

[21] Die Gesuchstellerin beabsichtigt, 80'000 AP-Aktien zurückzukaufen, entsprechend 22.53% des aktuell im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals und der Stimmrechte. Damit überschreitet das AP-Rückkaufprogramm die erwähnte 10%-Schwelle. Zudem überschreitet das AP-Rückkaufvolumen auch die Schwelle von 20% des frei handelbaren Anteils der AP-Aktien.

3.1 Voraussetzungen zur Gewährung einer Ausnahme von Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1

[22] Die Übernahmekommission kann 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 solchen Ausnahme wird der Umfang der zulässigen Verhaltensweise gemäss Art. 122 FinfraV entsprechend erweitert, womit vermutungshalber kein Insiderhandel oder keine Marktmanipulation vorliegt.

[23] Gemäss Praxis der Übernahmekommission (zuletzt Verfügung 758/01 vom 10. Februar 2020 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erw. 3.1) kann ein Rückkaufvolumen, welches die Schwelle von 10% des Kapitals und der Stimmrechte überschreitet, bewilligt werden, sofern folgende Voraussetzungen erfüllt sind:

- i. Der Rückkauf führt nicht zu einer *erheblichen Veränderung der Kontrollverhältnisse*.
- ii. Der Rückkauf hat keine *übermässige Reduktion des frei handelbaren Anteils (Free Float)* zur Folge.
- iii. Die *übernahmerechtlichen Grundsätze* werden eingehalten.

3.1.1 Keine erhebliche Änderung der Kontrollverhältnisse

[24] Gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 10 darf die Vernichtung von zurückgekauften Beteiligungspapieren nicht zu einer erheblichen Änderung der Kontrollverhältnisse über den Anbieter führen, insbesondere durch eine Überschreitung der Grenzwerte von 33 1/3% oder 50% der Stimmrechte, wobei eine allenfalls geplante Vernichtung bereits gehaltener Beteiligungspapiere ebenfalls zu berücksichtigen ist.

[25] Gemäss den Angaben der Gesuchstellerin strebt der aktuell bedeutendste Grossaktionär der AP, die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe, keinen Kontrollwechsel an und möchte auch kein



Pflichtangebot nach Art. 135 FinfraG unterbreiten müssen (vgl. Sachverhalt Bst. B). Die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe hat sich dementsprechend gegenüber der AP im Rahmen einer Andienungsverpflichtung (vgl. Sachverhalt Bst. C und D) dazu verpflichtet, sich am AP-Rückkaufprogramm zu beteiligen und der AP mindestens 8'000 Namenaktien zum Mindestpreis (voraussichtlich CHF 184 pro AP-Aktie) anzudienen, um ihre Beteiligung von derzeit 28.03% unter 33 1/3% halten zu können. Mit einem Anteil von 91'547 Namenaktien würde die Julius Bär Gruppe so nach erfolgter Kapitalherabsetzung des Aktienkapitals der AP von 355'094 auf 275'094 AP-Aktien und Eintragung dieser Herabsetzung im Handelsregister (voraussichtlich im September 2021) auf eine Beteiligung an der AP von rund 33.28% kommen.

[26] Sollte die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe ihren Anteil im Zuge des AP-Rückkaufprogramms wider Erwartens aufgrund einer proportionalen Kürzung ihrer Andienung im Falle eines Überangebotes zum Mindestpreis nicht unter 33 1/3% halten können, würde die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe gemäss den Angaben der Gesuchstellerin entweder einen Teil ihrer AP-Aktien vor der Eintragung der Kapitalherabsetzung im Handelsregister am Markt verkaufen oder bei der Übernahmekommission ein Gesuch um Ausnahme von der Angebotspflicht nach Art. 136 Abs. 1 l it. b FinfraG stellen.

[27] Unter der Voraussetzung der Einhaltung der beabsichtigten Massnahmen (Andienungsverpflichtung sowie notwendigenfalls auch Verkauf weiterer AP-Aktien vor Eintragung der Kapitalherabsetzung im Handelsregister) durch die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe ist nach Ansicht der Übernahmekommission gewährleistet, dass weder die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe noch ein anderer Grossaktionär nach erfolgter Kapitalherabsetzung des Aktienkapitals der AP von 355'094 auf 275'094 AP-Aktien und Eintragung dieser Herabsetzung im Handelsregister (voraussichtlich im September 2021) den Schwellenwert von 33 1/3% überschreitet und entsprechend keine erhebliche Änderung der Kontrollverhältnisse im Sinne von Rz 10 des UEK-Rundschreiben Nr. 1 eintritt.

[28] Für den Fall, dass die Pensionskasse der Julius Bär Gruppe wider Erwartens ein Gesuch um Ausnahme von der Angebotspflicht nach Art. 136 Abs. 1 l it. b FinfraG stellt, wird die Übernahmekommission in einem separaten Verfahren beurteilen, ob die Voraussetzungen für die Gewährung einer solchen Ausnahme erfüllt sind, oder nicht.

3.1.2 Keine übermässige Reduktion des Free Float

[29] Zur Berechnung des frei handelbaren Anteils der Beteiligungsrechte, des sog. *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-Rückkaufprogramms 35.42% (vgl. Sachverhalt Bst. B). Gemessen an diesem *Free Float* überschreitet das Volumen des AP-Rückkaufprogramms von 80'000 AP-Aktien (entsprechend 22.53% des Aktienkapitals und der



Stimmrechte) mit rund 63.61% die massgebliche 20%-Schwelle um 43.61 Prozentpunkte (vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 1, Rn 11 und 12).

[31] Die Gesuchstellerin führt in ihrem Gesuch aus, dass die Grossaktionäre in der Vergangenheit typischerweise massgebend an den Rückkaufprogrammen der AP teilgenommen hätten (vgl. dazu auch Verfügung 758/01 vom 10. Februar 2020 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Rn [28] in Erw. 3.1.2). Mit einer massgebenden Teilnahme der Grossaktionäre am AP-Rückkaufprogramm sei zu erwarten, dass nach Durchführung des AP-Rückkaufprogramms die Höhe des *Free Float* von AP-Aktien gar steigen könnte.

[32] Die Überschreitung der im UEK-Rundschreiben Nr. 1 genannten Schwellenwerte – so die Gesuchstellerin – erfolge des Weiteren auch klar im Interesse der Minderheitsaktionäre von AP, auch wenn diese nicht mehr, wie in früheren Jahren, davon profitieren könnten, dass sich als Folge des Rückkaufs der AP-Aktien die Kapitaleinlagereserven pro AP-Aktie verdichteten. Heute bestünde der Vorteil darin, dass sich der *Net Asset Value* (NAV) pro AP-Aktie verdichte (weil der Rückkauf zu einem *Discount* zum NAV erfolge) und durch das AP-Rückkaufprogramm eine gewisse Nachfrage geschaffen werde, von der die Minderheitsaktionäre insoweit profitieren könnten, als sie ihre AP-Aktien mit einem steuerfreien Kapitalgewinn verkaufen könnten. Ohne das Rückkaufangebot sei die Liquidität zu gering, um solche Verkäufe zu erlauben und gerade private Aktionäre müssten fast den ganzen verbleibenden Wert ihrer AP-Aktien als Einkommen versteuern, wenn die AP ihre Gewinne und Rückzahlungen nur noch als Dividenden ausschütten könnte.

[33] Sodann weist die Gesuchstellerin auch darauf hin, dass die Handelsaktivität in AP-Aktien ohnehin derart gering sei (vgl. Erw. 2.2.3), dass aus Sicht der Minderheitsaktionäre selbst eine Verringerung des *Free Float* von AP-Aktien keine negativen Auswirkungen zeitigen würde, da es sich bei den Käufern der AP-Aktien typischerweise um institutionelle Aktionäre oder eben die Grossaktionäre handle, die AP-Aktien im Vertrauen darauf kaufen würden, dass sie die AP-Aktien im Rahmen künftiger Rückkaufprogramme andienen können und die zudem auch keine steuerlichen Nachteile bei einer allfälligen Liquidation von AP hinnehmen müssten. Würde das Rückkaufvolumen auf 20% des *Free Float* von AP beschränkt, so würde das für die Minderheitsaktionäre vorteilhafte Verfahren zu deren Schaden abgeklemmt und es würde noch weniger Nachfrage in den Titeln geben, da institutionelle Käufer nicht mehr darauf zählen könnten, dass sie die gekauften Titel eines Tages verkaufen können.

[34] Schliesslich führe die Durchführung des beabsichtigten AP-Rückkaufprogramms auch 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).

[35] Unter Zugrundelegung der Ausführungen der Gesuchstellerin hiervor dürfte das AP-Rückkaufprogramm nach Ansicht der Übernahmekommission keine übermässige Reduktion des *Free Float* zur Folge haben.



3.1.3 Einhaltung der übernahmerechtlichen Grundsätze

[36] Im Übrigen hält das AP-Rückkaufprogramm nach Ansicht der Übernahmekommission auch die übernahmerechtlichen Grundsätze der Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung (Art. 1 UEV) ein.

3.2 Fazit

[37] Nach Gesagtem kann festgehalten werden, dass das AP-Rückkaufprogramm keine massgebliche Veränderung der Kontrollverhältnisse bewirkt, keine (übermässige) Reduktion des *Free Float* zur Folge haben dürfte und die übernahmerechtlichen Grundsätze einhält. Des Weiteren gibt es auch keine Hinweise auf eine Umgehung des FinfraG oder anderer Gesetzesbestimmungen. Der Gesuchstellerin wird daher eine Ausnahme von Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 gewährt.

[38] Die Gewährung einer Ausnahme von Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 wird mit der Auflage verbunden, dass die Gesuchstellerin, die Übernahmekommission unmittelbar nach Abschluss des AP-Rückkaufprogramms über das Andienungsverhalten der Grossaktionäre, die tatsächlich gegenüber den Grossaktionären erfolgten Zuteilungen, die Veränderung von deren jeweiligen Beteiligungen an AP sowie über die Entwicklung des *Free Float* der entsprechenden Beteiligungspapiere informiert.

—

4. Übrige Voraussetzungen für die Freistellung des AP-Rückkaufprogramms

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

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

—

5. Ergebnis

[41] Das AP-Rückkaufprogramm 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. Dem Antrag der Gesuchstellerin (vgl. Sachverhalt lit. C) wird somit stattgegeben.

[42] Die Gewährung einer Ausnahme von Rn 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 wird mit der Auflage verbunden, dass die Gesuchstellerin, die Übernahmekommission unmittelbar nach Abschluss des AP-Rückkaufprogramms über das Andienungsverhalten der Grossaktionäre, die tatsächlich gegenüber den Grossaktionären erfolgten Zuteilungen, die Veränderung von deren jeweiligen

—

—



Beteiligungen an AP sowie über die Entwicklung des *Free Float* der entsprechenden Beteiligungspapiere informiert.

[43] Diese Freistellung 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. Rückkaufinserat

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

[45] Das Rückkaufinserat muss gemäss Rn 40 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 (i) den erwähnten Mindestinhalt gemäss dem Formular „Meldung eines Rückkaufprogramms“, (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

[46] Diese Verfügung wird im Nachgang zur Publikation des Rückkaufinserats auf der Webseite der Übernahmekommission veröffentlicht.

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

—

8. Gebühr

[48] Für die Prüfung des vorliegenden Gesuchs wird eine Gebühr zu Lasten 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 Rückkaufprogramm von AP Alternative Portfolio AG im Umfang von 80'000 eigenen Namenaktien, bei welchem der Rückkaufpreis im Rahmen einer *Dutch Auction* bestimmt wird, wird von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote freigestellt und den Bestimmungen und Auflagen des UEK-Rundschreibens Nr. 1 unterstellt.
2. AP Alternative Portfolio AG wird eine Ausnahme von Randnummer 11 und Randnummer 18 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 gewährt.
3. Die Gewährung einer Ausnahme von Randnummer 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 erfolgt unter der Auflage, dass AP Alternative Portfolio AG die Übernahmekommission unmittelbar nach Abschluss des Rückkaufprogramms von AP Alternative Portfolio AG über das Andienungsverhalten der Pensionskasse der Julius Bär Gruppe, der Previs Vorsorge, der Pensionskasse der Stadt Biel, der GAM Investment Management (Switzerland) AG sowie der Gottfried und Julia Bangerter-Rhyner-Stiftung, die tatsächlich gegenüber den hiavor genannten Personen erfolgten Zuteilungen, die Veränderung der jeweiligen Beteiligungen der hiavor genannten Personen an AP Alternative Portfolio AG sowie die Entwicklung des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere (*Free Float*) informiert.
4. AP Alternative Portfolio AG wird untersagt, sich während der Laufzeit ihres Rückkaufprogramms bei der durchführenden Bank über den Stand, die Anzahl und den Preis der angebotenen eigenen Namenaktien zu informieren oder entsprechende Informationen auf anderem Wege zu beziehen.
5. Das Rückkaufinserat 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.
6. Die vorliegende Verfügung wird im Nachgang zur Publikation des Rückkaufinserates 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 und Rebecca Schori, 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).

—