



Verfügung 920/01

vom 11. Dezember 2025

Gesuch der Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung betreffend die Feststellung der Gültigkeit einer selektiven Opting up-Klausel und betreffend das Handeln in gemeinsamer Absprache im Sinne der Angebotspflicht mit Blick auf die APG SGA SA

Sachverhalt:

A.

APG SGA SA (**APG** oder [**Ziel-]Gesellschaft**) ist eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht mit Sitz in Genf, eingetragen im Handelsregister des Kantons Genf unter der Firmennummer CHE-101.068.018 seit dem 16. April 1999. Zweck der Gesellschaft sind der Erwerb, die Veräusserung, die Verwaltung und Führung, in der Schweiz und im Ausland, von Beteiligungen aller Art im Bereich der Werbung, in beliebiger Form und an jedem beliebigen Ort. Die Gesellschaft kann ganz allgemein sämtliche Handlungen und Geschäfte tätigen, die direkt oder indirekt mit dem Gesellschaftszweck im Zusammenhang stehen.

Das Aktienkapital von APG beträgt CHF 7'800'000 und ist eingeteilt in 3'000'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 2.60 (die **Aktien**). Die Aktien sind an der SIX Swiss Exchange (**SIX**) im Swiss Reporting Standard kotiert (Valorensymbol: APGN; ISIN: CH0019107025; Valorennummer: 1910702).

Die Statuten von APG enthalten gegenwärtig weder eine Opting up- noch eine Opting out-Klausel.

B.

Gemäss den per 11. Dezember 2025 in der Datenbank der SIX Exchange Regulation (**SER**) betreffend bedeutende Aktionäre abrufbaren Informationen verfügten die folgenden wirtschaftlich berechtigten Personen/Bewilligungsträger über bedeutende Beteiligungen bzw. grössere Erwerbspositionen an APG (nach Stimmrechtsanteil in absteigender Reihenfolge):

- Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung, Zürich, Schweiz (**NZZ** oder **Gesuchstelerin**), hält Erwerbspositionen (d.h. 750'000 Aktien) mit Blick auf einen Stimmrechtsanteil an APG in einem Umfang von 25.00 Prozent (vgl. die Offenlegungsmeldung vom 5. Juni 2024);
- Jean-François Decaux, London, Vereinigtes Königreich, Jean-Charles Decaux, Neuilly-sur-Seine, Frankreich, Jean-Sébastien Decaux, Mailand, Italien, Jean-Pierre Decaux, Paris, Frankreich, Danielle Decaux, Neuilly-sur-Seine, Frankreich und APG halten, indirekt über JCDeaux SE, Neuilly-sur-Seine, Frankreich (**JCD**, alle gemeinsam die **JCD-Gruppe**), Erwerbspositionen (d.h. 495'573 Aktien) mit Blick auf einen Stimmrechtsanteil an APG in einem Umfang von rund 16.52 Prozent (vgl. die Offenlegungsmeldung vom 6. Juni 2024);



nach Angaben der Gesuchstellerin beträgt diese Beteiligung gegenwärtig 493'101 Aktien, entsprechend einem Stimmrechtsanteil an APG von rund 16.44 Prozent);

- Cédric Frère, Gerpennes, Belgien, hält, indirekt über Pargesa Asset Management SA, Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg (**Pargesa**, beide gemeinsam die **Pargesa-Gruppe**), Erwerbspositionen (d.h. 415'787 Aktien) mit Blick auf einen Stimmrechtsanteil an APG in einem Umfang von rund 13.86 Prozent (vgl. die Offenlegungsmeldung vom 23. Oktober 2025);
- Pictet Asset Management SA, Genf, Schweiz, hält Erwerbspositionen (d.h. 149'973 Aktien) mit Blick auf einen Stimmrechtsanteil an APG in einem Umfang von rund 4.99 Prozent (vgl. die Offenlegungsmeldung vom 11. Dezember 2025);
- Markus Scheidegger, Gümligen, Schweiz, und Andreas Scheidegger, Muri bei Bern, Schweiz, halten, indirekt über Polymedia Holding AG, Bern, Schweiz, Erwerbspositionen (d.h. 119'691 Aktien) mit Blick auf einen Stimmrechtsanteil an APG in einem Umfang von rund 3.99 Prozent (vgl. die Offenlegungsmeldung vom 28. Februar 2014);
- UBS Fund Management (Switzerland) AG, Basel, Schweiz, hält Erwerbspositionen (d.h. 111'936 Aktien) mit Blick auf einen Stimmrechtsanteil an APG in einem Umfang von rund 3.73 Prozent (vgl. die Offenlegungsmeldung vom 4. Mai 2024).

C.

Am 26. November 2025 reichte die NZZ im Hinblick auf den beabsichtigten Ausbau ihrer Beteiligung an APG (vgl. zu den Details der geplanten Transaktionen die Ausführungen in Sachverhalt Bst. D) ein Gesuch bei der Übernahmekommission ein (das **Gesuch**).

Dem Gesuch wurden u.a. beigelegt (i) der Entwurf eines zwischen der NZZ und Pargesa abzuschliessenden Aktienkaufvertrags, (ii) der Entwurf eines zwischen der NZZ und JCD abzuschliessenden Aktienkaufvertrags, (iii) ein unverbindliches Term Sheet (das **Term Sheet**, mit den wesentlichen Inhalten zu einem zwischen der NZZ und APG abzuschliessenden Relationship Agreement) sowie (iv) ein Entwurf der Erläuterungen von der NZZ zu einem in die Statuten von APG einzuführenden Opting up (vgl. für Details zu den einzelnen Dokumenten die Ausführungen in Sachverhalt Bst. D unten).

Des Weiteren enthielt das Gesuch auch die folgenden Anträge:

- «1. Es sei festzustellen, dass das beabsichtigte Opting-up [...] und die entsprechende, den Aktionären der Gesellschaft zur Beschlussfassung zu unterbreitende Statutenbestimmung übernahmerechtlich gültig und wirksam sei unter der Voraussetzung, dass die Anforderungen an die Transparenz und an die Zustimmung der Aktionäre der Gesellschaft, unter Einschluss der Zustimmung der "Mehrheit der Minderheit", in Übereinstimmung mit den Ausführungen in diesem Gesuch erfüllt werden.



2. *Es sei festzustellen, dass sämtliche Aktionäre der Gesellschaft mit Ausnahme der Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung, der JCDecaux SE und der Pargesa Asset Management SA als "Minderheitsaktionäre" gelten und an der Generalversammlung der Gesellschaft über die Einführung des beabsichtigten Opting-up als solche übernahmerechtlich gültig abstimmen können und folglich ihre Stimmen bei der Ermittlung der Zustimmung der "Mehrheit der Minderheit" mitzuzählen sind.*
3. *Es sei festzustellen, dass die APG SGA SA und die Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 135 Abs. 1 FinfraG und Art. 33 FinfraV-FINMA handeln, auch nicht auf der Basis des voraussichtlich abzuschliessenden Relationship Agreements, und dass Aktien der APG SGA SA, die von der APG SGA SA oder von der APG SGA SA kontrollierten Gesellschaften gehalten werden, nicht (indirekt) von der Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung gehalten werden bzw. der Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung nicht zugerechnet werden.*
4. *Es sei festzustellen, dass die Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung und die JCDecaux SE einerseits und die Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung und die Pargesa Asset Management SA andererseits durch den Abschluss und den Vollzug des jeweiligen Aktienkaufvertrags und darüber hinaus nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 135 Abs. 1 FinfraG und Art. 33 FinfraV-FINMA handeln.*
5. *Die Publikation der Verfügung der Übernahmekommission sei, falls die Ankündigung der geplanten Transaktionen im Zeitpunkt der Ausstellung der Verfügung noch nicht erfolgt ist, aufzuschieben bis zur Ankündigung der geplanten Transaktionen und in Absprache mit der Gesuchstellerin vorzunehmen, und auf eine Publikation der Verfügung der Übernahmekommission sei zu verzichten, falls die Verhandlungen der geplanten Aktienkaufverträge nicht zu einem Abschluss führen.»*

(nachfolgend je einzeln **Antrag Ziff. 1**, **Antrag Ziff. 2**, **Antrag Ziff. 3**, **Antrag Ziff. 4** und **Antrag Ziff. 5** sowie zusammen die **Anträge**).

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

D.

Die geplanten Transaktionen (die **Transaktionen**) umfassen gemäss Angaben im Gesuch sowie in den weiteren bei der Übernahmekommission seitens der Gesuchstellerin und der Zielgesellschaft eingereichten Dokumenten folgende Elemente:

- i. Die NZZ strebt den Abschluss eines Aktienkaufvertrags (je ein **Kaufvertrag**, und zusammen die **Kaufverträge**) je separat mit Pargesa einerseits und mit JCD andererseits an (Pargesa und JCD je einzeln auch **Verkäuferin** und zusammen die **Verkäuferinnen**). Unter dem



Kaufvertrag mit Pargesa würde die NZZ von Pargesa 274'481 Aktien erwerben. Unter dem Kaufvertrag mit JCD würde die NZZ von JCD 325'519 Aktien erwerben.

- ii. Da die NZZ durch den Vollzug der geplanten Kaufverträge den Grenzwert von 33⅓ Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft gemäss Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG überschreiten würde — ihre Beteiligung an der Zielgesellschaft würde sich auf insgesamt 45 Prozent erhöhen — und die NZZ kein Pflichtangebot unterbreiten will, ist in den geplanten Kaufverträgen vorgesehen, dass ihr Vollzug unter anderem unter den Bedingungen steht, dass das beabsichtigte Opting up gültig und wirksam in die Statuten der Zielgesellschaft aufgenommen worden ist und die Übernahmekommission die Gültigkeit der Aufnahme dieses Opting up in die Statuten der Zielgesellschaft rechtskräftig festgestellt hat. Darüber hinaus untersteht der Vollzug der geplanten Kaufverträge den Bedingungen, dass die zuständigen Wettbewerbs- bzw. Fusionskontrollbehörden dem Vollzug zugestimmt haben und dass keine Verfügung einer Behörde oder eines Gerichts vorliegt, welche den Vollzug verbietet. Die Parteien des jeweiligen Kaufvertrags verpflichten sich wie üblich, auf die Erfüllung der darin vorgesehenen Vollzugsbedingungen hinzuwirken.
- iii. Falls die Kaufverträge in der vorliegenden Entwurfsform abgeschlossen und vollzogen würden, insbesondere über die hiervor angegebene Anzahl Aktien der Zielgesellschaft, würden die NZZ, JCD und Pargesa im Wesentlichen je über folgende Stimmrechtsbeteiligungen an der Zielgesellschaft verfügen: NZZ mit 45 Prozent, JCD mit 5.59 Prozent und Pargesa mit 4.71 Prozent.
- iv. APG und die NZZ beabsichtigen den Abschluss eines Relationship Agreements mit Wirkung ab Vollzug der geplanten Kaufverträge für eine Dauer von mindestens fünf Jahren, kündbar erstmals auf das Ende dieser Mindestlaufzeit. Das Relationship Agreement wird auf Verlangen des Verwaltungsrats von APG bzw. des Ausschusses seiner von der NZZ, JCD und Pargesa unabhängigen Mitglieder Maya Bundt, Jolanda Grob und Markus Scheidegger (der **VR-Ausschuss**) zum Zweck der Wahrung der Interessen der Minderheitsaktionäre und der Unabhängigkeit von APG von der NZZ abgeschlossen. Die übrigen Verwaltungsratsmitglieder, d.h. Daniel Hofer, Felix Graf, David Bourg, Xavier Le Clef, allesamt Vertreter oder nahestehende Personen der in die geplanten Transaktionen involvierten Parteien, treten aufgrund von Interessenkonflikten für die weitere Behandlung der Angelegenheit durch den Verwaltungsrat von APG in den Ausstand.
- v. Das Relationship Agreement soll insbesondere vorsehen, dass eine Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungsrats von APG und seiner Ausschüsse von der NZZ unabhängig sein soll und die NZZ entsprechend nur für eine Minderheit der Mitglieder des Verwaltungsrats von APG und seiner Ausschüsse eine Nomination vornehmen darf, wobei die Anzahl abgestuft sein soll nach der Höhe der Beteiligung der NZZ. Der NZZ soll ein Vorschlagsrecht zur Nominierung von zwei Vertretern der NZZ im Verwaltungsrat von APG zukommen, solange sie mindestens 25 Prozent der Stimmrechte hält, wovon einer der vorgeschlagenen Vertreter als Verwaltungsratspräsident nominiert werden soll. Dieses Recht reduziert sich



auf einen Vertreter, wenn sich die Beteiligung der NZZ auf unter 25 Prozent der Stimmrechte (aber mindestens 10 Prozent) reduzieren sollte. Die NZZ soll in den Ausschüssen des Verwaltungsrates angemessen vertreten sein, aber in keinem Ausschuss soll eine Mehrheit von Vertretern der NZZ bestehen. Das Relationship Agreement liegt der Übernahmekommission derzeit noch nicht vor. APG und die NZZ sind diesbezüglich jedoch in fortgeschrittenen Verhandlungen.

- vi. Da die NZZ durch den Vollzug der geplanten Kaufverträge den Grenzwert von 33⅓ Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft überschreiten würde und die NZZ kein Pflichtangebot unterbreiten will, und da der Vollzug der geplanten Kaufverträge folglich den erwähnten Bedingungen untersteht, plant die NZZ, dem Verwaltungsrat von APG ein Begehren um Einberufung einer ausserordentlichen Generalversammlung (die **APG-GV**) und ein Traktandierungsbegehren zu unterbreiten und darin die Aufnahme der folgenden Opting up-Klausel in die Statuten von APG zu beantragen:

«Artikel 11a

*Die Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots gemäss Artikel 135 des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (**FinfraG**) entsteht für die Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung und die von ihr direkt oder indirekt kontrollierten Gesellschaften (zusammen die **NZZ**) – allein oder gemeinsam handelnd – erst, wenn der Grenzwert von 49 % der Stimmrechte überschritten wird (Opting-up im Sinne von Art. 135 Abs. 1 Satz 2 FinfraG), sofern die NZZ den Grenzwert von 33⅓ % der Stimmrechte gemäss Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG durch den Vollzug der Aktienkäufe, die im Dezember 2025 öffentlich angekündigt wurden, überschreitet. Das Opting-up fällt dahin, sofern die NZZ nach der Überschreitung des Grenzwerts von 33⅓ % der Stimmrechte diesen Grenzwert durch eine Veräusserung von Aktien der Gesellschaft wieder unterschreitet.»*

(nachfolgend das **Opting up** oder die **Opting up-Klausel**)

- vii. In ihrem Begehren wird die NZZ ihren Antrag erläutern und vom Verwaltungsrat von APG verlangen, entsprechende Erläuterungen (die **NZZ-Erläuterungen**) — zusammen mit den durch die Zielgesellschaft zu machenden zusätzlichen Angaben (die **APG-Erläuterungen**), u.a. zu den Absichten der weiteren in die geplanten Transaktionen Involvierten und zur Position des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft bzw. des eigens gebildeten VR-Ausschusses — in die Einladung der Zielgesellschaft zur APG-GV aufzunehmen und an der APG-GV mündlich zu wiederholen, um die Transparenzanforderungen für die übernahmerechtlich gültige Aufnahme des Opting up in die Statuten der Zielgesellschaft zu erfüllen.
- viii. Gemäss Kenntnis der NZZ beabsichtigt die Zielgesellschaft, die APG-GV einzuberufen, das Opting up für die APG-GV zu traktandieren und die NZZ-Erläuterungen sowie die APG-



Erläuterungen in die Einladung der Zielgesellschaft zur APG-GV aufzunehmen und an der APG-GV mündlich zu wiederholen.

E.

Am 27. November 2025 reichte die APG — vertreten durch den VR-Ausschuss — bezugnehmend auf das Gesuch eine Stellungnahme bei der Übernahmekommission ein.

In der Stellungnahme erklärte APG u.a., dass sie den Antrag Ziff. 1, den Antrag Ziff. 2, den Antrag Ziff. 3 sowie den Antrag Ziff. 5 unterstützt.

Der Stellungnahme wurde u.a. auch der Entwurf der APG-Erläuterungen beigelegt.

F.

Am 27. November 2025 bestätigte die NZZ gegenüber der Übernahmekommission das Verständnis des letzten Satzes von Ziffer 2 des Term Sheets (act. 3).

G.

Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus Mirjam Eggen (Präsidentin), Isabelle Chabloz und Beat Fellmann gebildet.

—

Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:

1. Schutzwürdiges Interesse für den Erlass einer Verfügung

[1] Für Verfahren vor der Übernahmekommission gelten unter Vorbehalt der Bestimmungen gemäss Art. 139 Abs. 2 – 5 FinfraG die Normen des VwVG (Art. 139 Abs. 1 FinfraG). Nach Art. 25 Abs. 1 VwVG kann über den Bestand, den Nichtbestand oder den Umfang öffentlich-rechtlicher Rechte oder Pflichten auf Begehren eine Feststellungsverfügung erlassen werden. Einem Begehren um Erlass einer solchen Verfügung ist gemäss Art. 25 Abs. 2 VwVG zu entsprechen, wenn der Gesuchsteller ein schutzwürdiges Interesse daran nachweist. Gemäss Praxis ist ein übernahmerechtliches Feststellungsinteresse gegeben, wenn für den Gesuchsteller eine direkte und aktuelle Unklarheit über die Rechtslage besteht, die mittels einer Feststellungsverfügung geklärt werden kann (vgl. zuletzt Verfügung 909/01 vom 4. November 2025 in Sachen *u-blox Holding AG*, Rn 1, Verfügung 914/01 vom 9. September 2025 in Sachen *SMG Swiss Marketplace Group Holding AG*, Rn 1 ff.; Verfügung 864/04 vom 27. Februar 2025 in Sachen *Aluflexpack AG*, Rn 1).

[2] Angesichts der weitreichenden Konsequenzen, die eine allfällige Angebotspflicht für die betroffenen Aktionäre von APG hätte, hat die Gesuchstellerin im vorliegenden Fall ein konkretes, schutzwürdiges und aktuelles Interesse, mögliche Unsicherheiten über die übernahmerechtliche Gültigkeit und Wirksamkeit der beabsichtigten Opting up-Klausel sowie damit zusammenhängende Fragen im Vorfeld der Durchführung der geplanten Transaktionen zu klären. Auf das Gesuch wird somit eingetreten.

—

—
—



2. Gültige Einführung der Opting up-Klausel (Antrag Ziff. 1 und Antrag Ziff. 2)

2.1 Rechtliches

[3] Gemäss Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG muss wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere erwirbt und damit zusammen mit den Papieren, die er bereits besitzt, den Grenzwert von 33⅓ Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft überschreitet, ob ausübbar oder nicht, ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft unterbreiten (Angebotspflicht).

[4] Hauptzweck der Angebotspflicht gemäss Art. 135 FinfraG ist der Schutz der Minderheitsaktionäre. Diese sollen im Falle veränderter Kontrollverhältnisse, d.h. im Falle der Übernahme der Kontrolle der Gesellschaft durch einen (neuen) Mehrheitsaktionär oder eine Aktionärsgruppe, die Möglichkeit erhalten, aus ihrer Investition auszusteigen (sog. Ausstiegsrecht; Verfügung 914/01 vom 9. September 2025 in Sachen *SMG Swiss Marketplace Group Holding AG*, Rn 17; Verfügung 880/01 vom 23. August 2024 in Sachen *Sunrise Communications AG*, Rn 6; Verfügung 807/01 vom 11. März 2022 in Sachen *Galderma Group AG*, Rn 5; Verfügung 782/01 vom 19. März 2021 in Sachen *VT5 Acquisition Company AG*, Rn 79 m.H.).

[5] Den in Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG erwähnten Grenzwert von 33⅓ Prozent der Stimmrechte für ein Pflichtangebot können die Zielgesellschaften gemäss Art. 135 Abs. 1 Satz 2 FinfraG in ihren Statuten bis auf 49 Prozent der Stimmrechte anheben (sog. Opting up).

[6] Eine Gesellschaft kann Art. 125 Abs. 4 FinfraG zufolge jederzeit, also auch *nach* der Kotierung ihrer Aktien an einer schweizerischen Börse, eine Bestimmung in ihre Statuten aufnehmen, wonach der eine Angebotspflicht i.S.v. Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG auslösende Grenzwert bis auf 49 Prozent der Stimmrechte angehoben wird, sofern dies nicht eine Benachteiligung der Aktionäre i.S.v. Art. 706 OR bewirkt (sog. *nachträgliches* Opting up) (vgl. Verfügung 907/01 vom 30. Juni 2025 in Sachen *Youngtimers AG*, Rn 4; Verfügung 892/01 vom 9. Dezember 2024 in Sachen *Ultima Capital SA*, Rn 4).

[7] Gemäss der Praxis ist ein nachträgliches Opting up übernahmerechtlich vermutungshalber gültig, wenn

- (i) die Aktionäre transparent über die Einführung des Opting up und dessen Folgen informiert werden (sog. **Transparenzerfordernis**);

Ein Opting up genügt dem Transparenzerfordernis, das die freie und bewusste Entscheidung der Aktionäre über die Einführung eines Opting up sicherstellen soll (*informed consent*), wenn (i) das Opting up in seiner grundsätzlichen Wirkung erklärt wird und wenn (ii) die Absichten des Antragstellers, welcher das Opting up einführen möchte, und dessen Gründe für seinen Vorschlag sowie die Absichten eines allenfalls kontrollierenden Aktionärs offen gelegt werden und dabei insbesondere auch über eine bereits geplante Transaktion sowie über einen daraus allenfalls resultierenden Kontrollwechsel umfassend



Auskunft gegeben wird. Zudem sind (iii) die Auswirkungen und Konsequenzen eines Opting up anzugeben, dies sowohl im Allgemeinen als auch konkret mit Bezug auf die betreffende Gesellschaft. Diese Informationen sind den Aktionären bereits mit der Einladung zur Generalversammlung mitzuteilen und müssen an der Generalversammlung wiederholt werden (Verfügung 907/01 vom 30. Juni 2025 in Sachen *Youngtimers AG*, Rn 6 ff.; Verfügung 892/01 vom 9. Dezember 2024 in Sachen *Ultima Capital SA*, Rn 7 ff.; Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 34 und Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 22; Verfügung 686/01 vom 20. März 2018 in Sachen *Addex Therapeutics Ltd.*, Rn 4; siehe zum Ganzen auch LUC THÉVENOZ/LUKAS ROOS, *Opting out*, in: *Mergers & Acquisitions XVII*, Hrsg.: RUDOLF TSCHÄNI, Zürich/Basel/Genf 2015, S. 44 f.).

und wenn

- (ii) die Mehrheit der an der Generalversammlung vertretenen Stimmen (bzw. ein für die entsprechende Statutenänderung gegebenenfalls erforderliches höheres statutarisches Mehrheitserfordernis) und die Mehrheit der an der Generalversammlung vertretenen Minderheitsaktionäre (sog. «Mehrheit der Minderheit») dem Opting up zustimmen (sog. **doppeltes Mehrheitserfordernis**, wobei zur Ermittlung des Abstimmungsergebnisses der Minderheitsaktionäre eine separate bzw. gesonderte Auszählung genügt) (Verfügung des Übernahme- und Staatshaftungsausschusses der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht [FINMA] vom 16. Oktober 2020 in Sachen *MCH Group AG*, Erw. 5.2.2; Verfügung 907/01 vom 30. Juni 2025 in Sachen *Youngtimers AG*, Rn 9 ff.; Verfügung 892/01 vom 9. Dezember 2024 in Sachen *Ultima Capital SA*, Rn 10 ff.).

Als Minderheitsaktionär gilt dabei nach ständiger Praxis der Übernahmekommission, wer weder direkt noch indirekt, noch in gemeinsamer Absprache mit anderen einen Anteil von 33⅓ Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft hält noch den Antrag auf Einführung des Opting up beim Verwaltungsrat gestellt hat (vgl. Verfügung des Übernahme- und Staatshaftungsausschusses der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA vom 16. Oktober 2020 in Sachen *MCH Group AG*, Rn 46; Verfügung 907/01 vom 30. Juni 2025 in Sachen *Youngtimers AG*, Rn 10 ff.; Verfügung 892/01 vom 9. Dezember 2024 in Sachen *Ultima Capital SA*, Rn 11; Verfügung 843/01 vom 3. Mai 2023 in Sachen *Von Roll Holding AG*, Erw. 2.1; Verfügung 765/01 vom 13. Juli 2020 in Sachen *MCH Group AG*, Erw. 3.3).

Nicht als Minderheitsaktionär gilt hingegen, wer durch ein Opting up direkt begünstigt wird (vgl. Verfügung 907/01 vom 30. Juni 2025 in Sachen *Youngtimers AG*, Rn 11; Verfügung 892/01 vom 9. Dezember 2024 in Sachen *Ultima Capital SA*, Rn 12). Ebenfalls nicht als Minderheitsaktionär gilt, wer im Hinblick auf die Einführung eines Opting up in gemeinsamer Absprache mit einem Aktionär handelt, welcher seinerseits nicht zur Minderheit zu zählen ist (vgl. Verfügung 907/01 vom 30. Juni 2025 in Sachen *Youngtimers AG*, Rn 11; Verfügung 892/01 vom 9. Dezember 2024 in Sachen *Ultima Capital SA*, Rn 12) bzw. wer aufgrund von vertraglichen Vereinbarungen nicht frei ist, seine Stimmrechte im



Hinblick auf die Abstimmung über das Opting up nach eigenem Ermessen auszuüben (Verfügung 863/01 vom 14. Februar 2024 in Sachen *Swiss Steel Holding AG*, Rn 18 f.).

Entscheidendes Kriterium für die Beantwortung der Frage, ob ein Aktionär bei der Ermittlung der «Mehrheit der Minderheit» als Minderheitsaktionär zu qualifizieren ist, ist dabei die typischerweise unterschiedliche Interessenlage in Bezug auf die Einführung des Opting up: Während Aktionäre, die durch das Opting up begünstigt werden, ein eigenes, direktes Interesse an deren Einführung haben, sind die übrigen (Minderheits-)Aktionäre typischerweise an einem Angebot zum Mindestpreis interessiert, welches infolge der Einführung des Opting up möglicherweise entfällt (vgl. Verfügung 907/01 vom 30. Juni 2025 in Sachen *Youngtimers AG*, Rn 11; Verfügung 892/01 vom 9. Dezember 2024 in Sachen *Ultima Capital SA*, Rn 12; Verfügung 863/01 vom 14. Februar 2024 in Sachen *Swiss Steel Holding AG*, Rn 19).

[8] Sind das Transparenzerfordernis und das doppelte Mehrheitserfordernis erfüllt, so wird vermutet, dass das Opting up keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre i.S.v. Art. 125 Abs. 4 FinfraG und Art. 706 OR bewirkt. Stimmt die Mehrheit der Minderheitsaktionäre gegen die Einführung des Opting up, so wird hingegen vermutet, dass eine Benachteiligung besteht, selbst wenn die Mehrheit der an der Generalversammlung vertretenen Stimmen den Antrag gutheisst.

[9] Bei sog. besonderen und aussergewöhnlichen Umständen behält sich die Übernahmekommission vor, trotz der tatsächlichen Vermutung der Richtigkeit des ablehnenden oder zustimmenden Entscheids der «Mehrheit der Minderheit» anlässlich der (Sonder-)Abstimmung eine materielle Prüfung von Art. 706 OR (Anfechtung von Generalversammlungsbeschlüssen) vorzunehmen, wobei allerdings nicht ohne Not in den Entscheid der Aktionäre an einer Generalversammlung eingegriffen wird (Verfügung 907/01 vom 30. Juni 2025 in Sachen *Youngtimers AG*, Rn 5; Verfügung 892/01 vom 9. Dezember 2024 in Sachen *Ultima Capital SA*, Rn 6; Verfügung 745/02 vom 28. Januar 2020 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 33 und 56; Verfügung 745/01 vom 25. Oktober 2019 in Sachen *LEM Holding SA*, Rn 20; Verfügung 686/01 vom 20. März 2018 in Sachen *Addex Therapeutics Ltd.*, Rn 3).

[10] Gemäss Praxis der Übernahmekommission ist ein selektives Opting up, das sich nur auf einen bestimmten Kreis von Begünstigten und/oder auf eine bestimmte Transaktion bezieht, zulässig, da ein solches einen weniger starken Eingriff in die Aktionärsrechte bewirkt als ein allgemeines Opting up (Verfügung 914/01 vom 9. September 2025 in Sachen *SMG Swiss Marketplace Group Holding AG*, Rn 19; Verfügung 765/01 vom 13. Juli 2020 in Sachen *MCH Group AG*, Rn 16 f.; Verfügung 686/01 vom 20. März 2018 in Sachen *Addex Therapeutics SA*, Rn 12 ff.; Verfügung 600/01 vom 22. April 2015 in Sachen *Kaba Holding AG*, Rn 9; vgl. zum Ganzen auch RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/TINO GABERTHÜEL, *Öffentliche Kaufangebote*, 4. Aufl. 2020, Rn 81, Fn 221). Mit einem solchen selektiven Opting up verzichten die Aktionäre nur partiell, nämlich mit Bezug auf einen bestimmten Kreis von Begünstigten oder mit Bezug auf eine gewisse Transaktion, auf ihr gesetzliches, von der Angebotspflicht nach Art. 135 FinfraG statuiertes Ausstiegsrecht. Ein selektives Opting up bewirkt somit einen weniger starken Eingriff in die Aktionärsrechte als ein allgemeines



Opting up und wird unter dem Aspekt des Anlegerschutzes grundsätzlich als zulässig erachtet (vgl. Verfügung 782/01 vom 19. März 2021 in Sachen *VT5 Acquisition Company AG*, Rn 82 m.H.; Verfügung 765/01 vom 13. Juli 2020 in Sachen *MCH Group AG*, Rn 16 ff.; Verfügung 590/01 vom 20. Februar 2015 in Sachen *Leclanché SA*, Rn 3).

[11] Allerdings wird dabei verlangt, dass die durch die Selektivität des Opting up bewirkte Ungleichbehandlung der Aktionäre durch das Gesellschaftsinteresse gerechtfertigt ist (Verfügung des Übernahme- und Staatshaftungsausschusses der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht [FINMA] vom 16. Oktober 2020 in Sachen *MCH Group AG*, E. 5, Rn 36 und 39; Verfügung 765/01 vom 13. Juli 2020 in Sachen *MCH Group AG*, Rn 16 f.).

2.2 Würdigung der Übernahmekommission

2.2.1 Qualifikation der Opting up-Klausel

[12] Bei der nach bereits erfolgter Kotierung der Aktien von APG als neuer Artikel 11a in die Statuten der Zielgesellschaft einzuführenden Bestimmung (vgl. Sachverhalt Bst. D, vi) handelt es sich um ein nachträgliches selektives Opting up (vgl. Art. 135 Abs. 1 Satz 2 FinfraG sowie Art. 125 Abs. 4 FinfraG):

- Mit der vorliegenden Opting up-Klausel wird die Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots i.S.v. Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG ausschliesslich für die NZZ und die von ihr direkt oder indirekt kontrollierten Gesellschaften aufgehoben (*personen-spezifischer Charakter* der Opting up-Klausel), sofern sie den Grenzwert von 33⅓ Prozent der Stimmrechte gemäss Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG durch den Vollzug der Aktienkäufe, die im Dezember 2025 öffentlich angekündigt werden sollen, überschreiten (*transaktions-spezifischer Charakter* der Opting up-Klausel), und solange sie den Opting up-Grenzwert von 49 Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft — auch durch weitere Käufe — nicht überschreiten.
- Der tiefere Grenzwert von 33⅓ Prozent der Stimmrechte der Zielgesellschaft soll sodann auch für die NZZ und die von ihr direkt oder indirekt kontrollierten Gesellschaften wieder anwendbar sein (Opting in), wenn sie diesen tieferen Grenzwert aktiv, d.h. durch die Veräusserung von Aktien der Zielgesellschaft, wieder unterschreiten würden.

[13] Die nachträgliche selektive Opting up-Klausel sieht demnach verschiedene Begrenzungen sowie ein Opting in für den Fall einer Unterschreitung der Schwelle von 33⅓ Prozent durch NZZ vor und ist hinreichend klar formuliert.

2.2.2 Transparenzerfordernis

[14] Die NZZ-Erläuterungen und die APG-Erläuterungen enthalten alle gemäss der Praxis der Übernahmekommission erforderlichen Angaben und Informationen, um eine freie und bewusste Entscheidung der Aktionäre über die Einführung der Opting up-Klausel anlässlich der APG-GV sicherzustellen.



[15] Vor diesem Hintergrund ist das Transparenzerfordernis im Sinne obiger Ausführungen (vgl. Erw. 2.1, Rn [7], (i)) erfüllt, wenn — entsprechend dem Ansinnen der Gesuchstellerin (vgl. Sachverhalt Bst. D, vii und viii) — sowohl die Inhalte der NZZ-Erläuterungen als auch die Inhalte der APG-Erläuterungen in die Einladung der Zielgesellschaft zur APG-GV aufgenommen und an der APG-GV mündlich wiederholt werden.

2.2.3 Doppeltes Mehrheitserfordernis, insbesondere «Mehrheit der Minderheit»

[16] Gemäss der Praxis der Übernahmekommission ist ein nachträglich eingeführtes Opting up im Grundsatz nur dann gültig, wenn auch (i) die Mehrheit der an der Generalversammlung vertretenen Stimmen und (ii) die Mehrheit der Minderheitsaktionäre (sog. «Mehrheit der Minderheit») an der Generalversammlung dem entsprechenden Antrag zustimmen (vgl. zum Ganzen Erw. 2.1, Rn [7], (ii)).

[17] Die NZZ wird nach eigenen Angaben dem Verwaltungsrat der Zielgesellschaft das Begehren um Einberufung der APG-GV und das Traktandierungsbegehren unterbreiten und damit den Antrag auf Aufnahme der Opting up-Klausel in die Statuten der Zielgesellschaft stellen. Die NZZ würde durch die Einführung der Opting up-Klausel in die Statuten der Zielgesellschaft direkt begünstigt, da sie den Grenzwert von 33⅓ Prozent der Stimmrechte gemäss Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG im Rahmen der geplanten Transaktionen überschreiten würde. Die NZZ qualifiziert vor diesem Hintergrund nicht als Minderheitsaktionärin im Sinne der Praxis der Übernahmekommission und ist von der (Sonder-)Auszählung zur Ermittlung der Zustimmung der «Mehrheit der Minderheit» auszuschliessen.

[18] Auch Pargesa und die Mitglieder der Pargesa-Gruppe sowie JCD und die Mitglieder der JCD-Gruppe qualifizieren nicht als Minderheitsaktionäre im Sinne der Praxis der Übernahmekommission, da sie aufgrund der mit der NZZ abzuschliessenden Kaufverträge in der Ausübung ihrer Stimmrechte bei der Abstimmung über die Einführung der Opting up-Klausel nicht mehr als unbefangen bzw. nach freiem Ermessen handelnd angesehen werden können (vgl. dazu Sachverhalt Bst. D, i, wonach der Vollzug der Kaufverträge u.a. unter den Bedingungen steht, dass die Opting up-Klausel gültig und wirksam in die Statuten der Zielgesellschaft aufgenommen worden ist und die Übernahmekommission die Gültigkeit der Aufnahme der Opting up-Klausel in die Statuten der Zielgesellschaft rechtskräftig festgestellt hat).

[19] Die übrigen Aktionäre der Zielgesellschaft sind hingegen gemäss den der Übernahmekommission aktuell vorliegenden Informationen als Minderheitsaktionäre zu betrachten, deren Stimmen es in der (Sonder-)Auszählung zur Ermittlung der Zustimmung der «Mehrheit der Minderheit» zu berücksichtigen gilt.

[20] Demnach kann in Gutheissung des Antrags Ziff. 2 der Gesuchstellerin festgestellt werden, dass gemäss den aktuell vorliegenden Informationen sämtliche Aktionäre der Zielgesellschaft mit Ausnahme von der NZZ, JCD und den Mitgliedern der JCD-Gruppe sowie Pargesa und den Mitgliedern der Pargesa-Gruppe als Minderheitsaktionäre gelten und an der APG-GV über die Einführung der



Opting up-Klausel als solche übernahmerechtlich gültig abstimmen können und folglich ihre Stimmen bei der Ermittlung der Zustimmung der «Mehrheit der Minderheit» mitzuzählen sind.

2.2.4 Keine besonderen und aussergewöhnlichen Umstände

[21] Vorliegend sind gemäss dem derzeitigen Wissensstand der Übernahmekommission keine besonderen und aussergewöhnlichen Umstände erkennbar, welche es rechtfertigen würden, in den Entscheid der Aktionäre betreffend die Einführung der Opting up-Klausel einzugreifen und die Vermutung, dass die Opting up-Klausel im Falle der Zustimmung der «Mehrheit der Minderheit» keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre i.S.v. Art. 125 Abs. 4 FinfraG und Art. 706 OR bewirkt, umzustossen.

2.2.5 Rechtfertigung der Selektivität durch das Gesellschaftsinteresse

[22] Die von der NZZ zu beantragende selektive Opting up-Klausel stellt, auch und gerade unter Berücksichtigung der darin vorgesehenen Begrenzungen (vgl. dazu Erw. 2.2.1), ein massgeschneidertes Instrument dar und ist im Vergleich zu einem generellen Opting up oder einem Opting out der mildeste Eingriff in die Rechte der Minderheitsaktionäre zur Ermöglichung der geplanten Transaktionen. Die durch die einzuführende Opting up-Klausel bewirkte Ungleichbehandlung wiegt somit weniger schwer als in anderen möglichen Szenarien.

[23] Im Rahmen der APG-Erläuterungen erklärt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft bzw. der zuständige VR-Ausschuss, dass der Ausbau der Beteiligung der NZZ langfristig die Stabilität des Aktionariats der APG fördert und dadurch das Wertsteigerungspotenzial für die Zielgesellschaft und ihre Aktionäre unterstützt. Der Aktienverkauf von JCD und Pargesa an die NZZ gewährleistet des Weiteren auch eine markt- und kursschonende Umsetzung der Reduktion des Aktienbestands von JCD und Pargesa im Vergleich zu möglichen alternativen Transaktionen, was die Interessen von APG, ihrer Aktionäre und weiterer Anspruchsgruppen schützt.

[24] Im Ergebnis kommt der Ausschuss der unabhängigen Verwaltungsratsmitglieder nach Abwägung der Absichten und Interessen der involvierten Parteien sowie der Auswirkungen der geplanten Transaktionen und der Opting up-Klausel zum Schluss, dass die geplanten Transaktionen und die beantragte Opting up-Klausel im langfristigen Interesse der Zielgesellschaft und ihrer Aktionäre sowie weiterer Stakeholder liegt.

2.3 Fazit

[25] Vor dem Hintergrund obiger Ausführungen ist festzustellen, dass die beabsichtigte nachträgliche selektive Opting up-Klausel übernahmerechtlich gültig ist, sofern die Anforderungen an die Transparenz und an die Zustimmung der Aktionäre der Zielgesellschaft, unter Einschluss der Zustimmung der «Mehrheit der Minderheit», in Übereinstimmung mit den Ausführungen im Rahmen dieser Verfügung bzw. des vorgelegten Gesuchs erfüllt werden.



[26] Dem Antrag Ziff. 1 der Gesuchstellerin wird demnach stattgegeben.

—

3. Handeln in gemeinsamer Absprache im Sinne der Angebotspflicht nach Art. 33 FinfraV-FINMA

3.1 Rechtliches

[27] Nach Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG muss diejenige Person, welche direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Beteiligungspapiere erwirbt und damit zusammen mit den Beteiligungspapieren, die sie bereits besitzt, den Grenzwert von 33⅓ Prozent der Stimmrechte einer Zielgesellschaft überschreitet, ob ausübbar oder nicht, ein Angebot für alle kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft unterbreiten.

[28] Art. 33 FinfraV-FINMA hält fest, dass für Personen, die der Angebotspflicht unterliegende Beteiligungen der Zielgesellschaft im Hinblick auf die Beherrschung der Zielgesellschaft in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe erwerben, Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA gilt. Nach Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA handelt in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe, wer seine Verhaltensweise im Hinblick auf den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren oder die Ausübung von Stimmrechten mit Dritten durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren oder von Gesetzes wegen abstimmt.

[29] Ein Handeln in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA wird angenommen, wenn der gemeinsame Erwerb von Aktien eine Beherrschung objektiv ermöglicht und auf Grund der Umstände darauf zu schliessen ist, dass eine Beherrschung auch angestrebt wird (BGE 130 II 530 ff., Erw. 6.5.7; Verfügung 914/01 vom 9. September 2025 in Sachen *SMG Swiss Marketplace Group AG*, Rn 6 m.w.H.).

[30] Damit eine Absprache betreffend die Wahl von Mitgliedern des Verwaltungsrates als kontrollrelevant qualifiziert werden kann, ist nach der Praxis der Übernahmekommission erforderlich, dass es sich bei den zu wählenden Verwaltungsratsmitgliedern um abhängige Verwaltungsräte handelt. Die Wahl muss überdies zur Folge haben, dass der Verwaltungsrat aus einer Mehrheit von solchen abhängigen Verwaltungsräten besteht. Bezieht sich eine Absprache hingegen nur darauf, unabhängige Verwaltungsräte zu wählen, ermöglicht dies keine Beherrschung der Zielgesellschaft i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA (Verfügung 914/01 vom 9. September 2025 in Sachen *SMG Swiss Marketplace Group Holding AG*, Rn 12).

[31] Nach der Praxis der Übernahmekommission werden die von der Zielgesellschaft gehaltenen eigenen Aktien bei der Berechnung der Beteiligung mit Blick auf eine Angebotspflicht grundsätzlich nicht einem Aktionär zugerechnet (Verfügung 880/01 vom 23. August 2024 in Sachen *Sunrise Communications AG*, Rn 23; Empfehlung 393/01 vom 8. Dezember 2008 in Sachen *Helvetia Holding AG*, Rn 7; Empfehlung 375/01 vom 20. Juni 2008 in Sachen *Helvetia Holding AG*, Rn 2), weil deren Stimmrechte ruhen und wirtschaftlich als annulliert angesehen werden können. Ausserdem besteht keine kontinuierliche Transparenz hinsichtlich der Anzahl eigener Aktien und eine

—
—



Hinzurechnung birgt die Gefahr von Missbräuchen durch den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft. Ausnahmsweise rechnet die Übernahmekommission jedoch die eigenen Aktien einem Aktionär zu, wenn die Zielgesellschaft gemeinsam mit dem Aktionär im Hinblick auf die Beherrschung i.S.v. Art. 33 i.V.m. Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA handelt (Verfügung 880/01 vom 23. August 2024 in Sachen *Sunrise Communications AG*, Rn 23).

3.2 Kein Handeln in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA der NZZ mit APG und keine Zurechnung der von APG gehaltenen eigenen Aktien an die NZZ (Antrag Ziff. 3)

3.2.1 Ausführungen der NZZ

[32] APG und die NZZ stimmen gemäss den Ausführungen der NZZ *«ihr Verhalten nicht durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren im Hinblick auf kontrollrelevante Aspekte ab»* (act. 1/1, Rn 55).

[33] Das Relationship Agreement soll auf Verlangen des VR-Ausschusses abgeschlossen werden (vgl. Sachverhalt Bst. D, iv). Es soll die Interessen der Minderheitsaktionäre und die Unabhängigkeit von APG von der NZZ wahren. Namentlich soll es vorsehen, *«dass eine Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungsrats der APG von der NZZ unabhängig ist und die NZZ entsprechend nur für eine Minderheit der Mitglieder des Verwaltungsrats der APG und seiner Ausschüsse eine Nomination vornehmen darf»*. Das Relationship Agreement enthält gemäss der NZZ *«keine Absprache über kontrollrelevante Aspekte.»* APG und die NZZ handeln somit nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 33 i.V.m. Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA (act. 1/1, Rn 56). Schon aus diesem Grund sind gemäss der NZZ *«die eigenen Aktien der APG und der von ihr kontrollierten Gesellschaften nicht ausnahmsweise der NZZ zuzurechnen»* (act. 1/1, Rn 57).

3.2.2 Würdigung und Fazit

[34] Zum Zeitpunkt des Erlasses der vorliegenden Verfügung liegt der Übernahmekommission lediglich das Term Sheet vor (vgl. Sachverhalt Bst. C, 2. Absatz), nicht jedoch das Relationship Agreement selbst, letzteres auch nicht in Entwurfsform.

[35] Im Term Sheet ist in Ziff. 1 vorgesehen, dass der Verwaltungsrat von APG *«mehrheitlich mit Personen besetzt sein soll, die von der NZZ unabhängig sind und dass Anträge an die Generalversammlung zur Wahl in den Verwaltungsrat dieser Regel entsprechen sollen»* (act. 1/8). Ziff. 2 des Term Sheets sieht sodann vor, dass die NZZ grundsätzlich das Recht haben soll, zwei Mitglieder des Verwaltungsrates von APG vorzuschlagen, solange die NZZ mindestens 25 Prozent der Stimmrechte an APG hält. Einer davon soll Präsident des Verwaltungsrats von APG sein (lit. a). Falls die NZZ mindestens 10 Prozent, aber weniger als 25 Prozent der Stimmrechte von APG hält, soll sie ein Mitglied des Verwaltungsrats von APG vorschlagen können (lit. b).

[36] Die NZZ führte gegenüber der Übernahmekommission im Zusammenhang mit dem letzten Satz von Ziffer 2 des Term Sheets, wonach in Einvernehmen mit dem Verwaltungsrat der APG im



Interesse der APG «von dieser Regel abgewichen werden» kann, Folgendes aus (vgl. dazu auch Sachverhalt Bst. F):

«Der zitierte Satz besagt, dass von der Begrenzung des Nominationsrechts der NZZ auf maximal zwei Mitglieder gemäss Ziff. 2 des Term Sheets in Absprache mit dem Verwaltungsrat im Interesse der APG abgewichen werden kann. Von der Regel, wonach eine Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungsrats von der NZZ unabhängig sein soll (Ziff. 1 des Term Sheets), ist aufgrund dieses Satzes keine Abweichung möglich. M.a.W. ist eine Abweichung nur von Ziff. 2 (eben "dieser Regel") gemeint, nicht von Ziff. 1. Bsp.: Wenn der Verwaltungsrat aus 7 Mitgliedern besteht, wäre eine Abweichung aufgrund dieses Satzes derart möglich, dass die NZZ eine Nomination für 3 Mitglieder vornehmen könnte, wenn dies im Interesse der APG ist, weil daneben 4 unabhängige Mitglieder im VR wären. Nicht möglich wäre bei einer Gesamtzahl von 7 Mitgliedern eine Nomination der NZZ für 4 Mitglieder» (act. 3).

[37] Es kann mithin festgestellt werden, dass gemäss dem Term Sheet eine Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungsrats von APG von der NZZ unabhängig bleiben soll und die NZZ entsprechend nur für eine Minderheit der Mitglieder des Verwaltungsrats von APG und seiner Ausschüsse eine Nomination vornehmen darf. Folglich bezwecken das Term Sheet sowie aller Voraussicht nach auch das noch abzuschliessende Relationship Agreement vielmehr, während der Gültigkeit dieser Regelung zu verhindern, dass die NZZ den Verwaltungsrat von APG kontrollieren kann. Auch bleibt demgemäss während der Gültigkeit dieser Regelung stets die Mehrheit im Verwaltungsrat von APG Mitgliedern vorbehalten, die von der NZZ unabhängig sind. Entsprechend der in Erw. 3.1, Rn [30] zitierten Praxis der Übernahmekommission müssen sodann zur Annahme einer organisierten Gruppe i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA die zu wählenden Mitglieder des Verwaltungsrates abhängig sein und deren Wahl muss überdies zur Folge haben, dass der Verwaltungsrat aus einer Mehrheit von solchen abhängigen Verwaltungsräten besteht. Im vorliegenden Fall bezieht sich die Absprache gemäss dem Term Sheet lediglich darauf, eine Minderheit an abhängigen Mitgliedern zur Wahl in den Verwaltungsrat vorzuschlagen. Angesichts dessen ermöglicht diese Absprache im Lichte der Praxis der Übernahmekommission keine Beherrschung der Zielgesellschaft i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA durch die NZZ und APG.

[38] Aus diesem Grund sind auch die eigenen, von APG selbst gehaltenen Aktien grundsätzlich nicht der NZZ zuzurechnen, zumal die NZZ nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA mit APG handelt. Damit bleibt kein Raum für die in Erw. 3.1, Rn [31] *in fine* erwähnte, ausnahmsweise Zurechnung der eigenen Aktien von APG an die NZZ.

[39] Es kann somit auf Grund der gesichteten und der Übernahmekommission derzeit vorliegenden Unterlagen festgestellt werden, dass APG und die NZZ nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG i.V.m. Art. 33 FinfraV-FINMA handeln und dass Aktien von APG, die von APG selbst oder von von APG kontrollierten Gesellschaften gehalten werden, nicht der NZZ zugerechnet werden.



[40] Dabei kann offen gelassen werden, ob eine Zielgesellschaft überhaupt Teil einer angebotspflichtigen Gruppe i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA sein kann (vgl. Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 29. Mai 2008 in Sachen *Sulzer AG*, Rn 69; ebenso Verfügung 876/01 vom 24. Juli 2024 in Sachen *Calida Holding AG*, Rn 15; Verfügung 869/01 vom 25. März 2024 in Sachen *Meyer Burger Technology AG*, Rn 15).

[41] Dem Antrag Ziff. 3 der Gesuchstellerin wird somit stattgegeben.

3.3 Kein Handeln in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA der NZZ mit JCD und mit Pargesa (Antrag Ziff. 4)

3.3.1 Ausführungen der NZZ

[42] Die NZZ und die jeweilige Verkäuferin stimmen ihr Verhalten gemäss NZZ *«nicht durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren im Hinblick auf eine gemeinsame Beherrschung der Gesellschaft ab.»* Die im jeweiligen geplanten Kaufvertrag vorgesehenen Vereinbarungen sind *«auf die für die Durchführung der jeweiligen geplanten Transaktion notwendigen Vereinbarungen beschränkt und enthalten keine kontrollrelevanten Absprachen»* (act. 1/1, Rn 60).

[43] Folglich bestehen gemäss der NZZ *«keine derartigen Vereinbarungen oder Absprachen zwischen der NZZ und der jeweiligen Verkäuferin und es sind im Hinblick auf, oder im Zusammenhang mit, der von der NZZ und der jeweiligen Verkäuferin geplanten Transaktion keine Vereinbarungen oder Absprachen geplant»*, dies auch nicht *«über die geplanten Transaktionen hinaus»* (act. 1/1, Rn 61).

3.3.2 Würdigung und Fazit

[44] Im vorliegenden Fall enthalten die der Übernahmekommission eingereichten Entwürfe der jeweils geplanten Kaufverträge zwischen der NZZ einerseits und JCD oder Pargesa andererseits (vgl. Sachverhalt Bst. D, i) keine Absprachen, welche im Hinblick auf die Beherrschung von APG i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA abgeschlossen wurden. Namentlich enthalten diese Kaufverträge keine Absprachen über die derzeitige oder künftige Ausübung der Stimmrechte aus den jeweils von den Beteiligten gehaltenen Aktien. Die in den Entwürfen der Kaufverträge vorgesehenen Vereinbarungen beschränken sich somit vielmehr auf den Inhalt, welcher für die Durchführung der jeweils geplanten Transaktionen notwendig ist. Diese Vereinbarungen ermöglichen auch nicht eine gemeinsame Beherrschung von APG i.S.v. Art. 33 FinfraV-FINMA durch die NZZ gemeinsam mit JCD oder mit Pargesa.

[45] Nach Angaben der NZZ sind auch im Hinblick auf die von der NZZ und der jeweiligen Verkäuferin geplanten Transaktionen keine weitergehenden Vereinbarungen oder Absprachen geplant. Zumal somit auch über die geplanten Transaktionen hinaus keine Vereinbarungen oder Absprachen im Hinblick auf die gemeinsame Beherrschung von APG zwischen der NZZ und JCD oder Pargesa geplant sind, kann auf Grund der vorgelegten Unterlagen festgestellt werden, dass die NZZ und JCD oder Pargesa nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. von Art. 33 i.V.m. Art. 12 Abs. 1 FinfraV-



FINMA handeln. Dies gilt auf Grund den derzeit der Übernahmekommission vorliegenden Unterlagen auch über die Durchführung der geplanten Transaktionen hinaus.

[46] Dem Antrag Ziff. 4 der Gesuchstellerin wird folglich stattgegeben.

—

4. Verfahren und Publikation (Antrag Ziff. 5)

[47] Wird der Übernahmekommission ein Gesuch betreffend die sogenannten übrigen Verfahren eingereicht (insbesondere wenn der Übernahmekommission ein Gesuch um Gewährung einer Ausnahme von der Angebotspflicht oder um Feststellung des [Nicht-]Bestehens der Angebotspflicht eingereicht wird oder wenn sie eine solche Frage von Amtes wegen prüft), so eröffnet sie ein Verfahren und lädt die Parteien zur Abgabe einer Stellungnahme ein (Art. 61 Abs. 1 UEV).

[48] Vor der Eröffnung der Verfügung kann die Zielgesellschaft eine Stellungnahme ihres Verwaltungsrats vorlegen, die sie gleichzeitig mit der Verfügung der Übernahmekommission veröffentlichen möchte (Art. 61 Abs. 1^{bis} UEV).

[49] Die Zielgesellschaft veröffentlicht (a) die allfällige Stellungnahme ihres Verwaltungsrats (Stellungnahme), (b) das Dispositiv der Verfügung der Übernahmekommission und (c) den Hinweis, inwieweit welcher Frist und zu welchen Bedingungen eine qualifizierte Aktionärin oder ein qualifizierter Aktionär Einsprache gegen die Verfügung der Übernahmekommission erheben kann (Art. 61 Abs. 3 UEV).

[50] Auf diese Veröffentlichung sind die Art. 6 und 7 UEV anwendbar (Art. 61 Abs. 4 UEV).

[51] Vor dem Hintergrund obiger Ausführungen hat die Zielgesellschaft in Anwendung von Art. 61 Abs. 3 und 4 UEV eine allfällige Stellungnahme ihres Verwaltungsrats, das Dispositiv der vorliegenden Verfügung sowie den Hinweis auf das Einspracherecht qualifizierter Aktionäre zu veröffentlichen, sobald die in dieser Verfügung beschriebenen geplanten Transaktionen angekündigt werden.

[52] Der Antrag Ziff. 5 der Gesuchstellerin wird insofern gutgeheissen, als dass (i) die Publikation der vorliegenden Verfügung mittels deren Aufschaltung auf der Website der Übernahmekommission im Nachgang zur hiervor erwähnten Veröffentlichung durch die Zielgesellschaft erfolgt und (ii) die vorliegende Verfügung nicht publiziert wird, wenn die Verhandlungen der geplanten Kaufverträge nicht zu einem Abschluss führen sollten.

[53] Die Erwägungen zu (i) der gültigen Einführung der Opting-up-Klausel (vgl. Erw. 2 oben) sowie (ii) dem Handeln in gemeinsamer Absprache im Sinne der Angebotspflicht (vgl. Erw. 3 oben) erlangen nur im Zusammenhang mit den im Rahmen dieser Verfügung beschriebenen Transaktionen Rechtswirkung.

—

—
—
—



5. Gebühr

[54] Gemäss Art. 126 Abs. 5 FinfraG kann die Übernahmekommission von den Parteien in Verfahren in Übernahmesachen Gebühren erheben.

[55] Nach Art. 118 Abs. 1 FinfraV erhebt die Übernahmekommission eine Gebühr, wenn sie in anderen Übernahmesachen entscheidet, insbesondere über das Bestehen einer Angebotspflicht. Die Gebühr beträgt je nach Umfang und Schwierigkeit des Falles bis zu CHF 50'000 (Art. 118 Abs. 2 FinfraV).

[56] In Anwendung von Art. 126 Abs. 5 FinfraG und Art. 118 Abs. 1 und 2 FinfraV wird für die Behandlung des Gesuchs eine Gebühr von CHF 40'000 zu Lasten der Gesuchstellerin erhoben.
—



Die Übernahmekommission verfügt:

1. Es wird auf Grund den der Übernahmekommission vorgelegten Unterlagen festgestellt, dass das beabsichtigte Opting up und die entsprechende, den Aktionären der APG SGA SA zur Beschlussfassung zu unterbreitende Statutenbestimmung übernahmerechtlich gültig und wirksam ist unter der Voraussetzung, dass die Anforderungen an die Transparenz und an die Zustimmung der Aktionäre von APG SGA SA, unter Einschluss der Zustimmung der «Mehrheit der Minderheit», in Übereinstimmung mit den Ausführungen im Gesuch der Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung vom 26. November 2025 erfüllt werden.
2. Es wird auf Grund den der Übernahmekommission vorgelegten Unterlagen festgestellt, dass sämtliche Aktionäre der APG SGA SA mit Ausnahme der Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung, der JCDecaux SE, der Mitglieder der JCD-Gruppe, der Pargesa Asset Management SA und der Mitglieder der Pargesa-Gruppe als «Minderheitsaktionäre» gelten und an der Generalversammlung der APG SGA SA über die Einführung des beabsichtigten Opting up als solche übernahmerechtlich gültig abstimmen können und folglich ihre Stimmen bei der Ermittlung der Zustimmung der «Mehrheit der Minderheit» mitzuzählen sind.
3. Es wird auf Grund den der Übernahmekommission vorgelegten Unterlagen festgestellt, dass APG SGA SA und die Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 135 Abs. 1 Satz 1 FinfraG i.V.m. Art. 33 FinfraV-FINMA handeln und dass die Aktien von APG SGA SA, die von APG SGA SA oder von von APG SGA SA kontrollierten Gesellschaften gehalten werden, nicht der Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung zugechnet werden können.
4. Es wird auf Grund den der Übernahmekommission vorgelegten Unterlagen festgestellt, dass die Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung und JCDecaux SE einerseits und die Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung und Pargesa Asset Management SA andererseits durch den Abschluss und den Vollzug des jeweiligen Aktienkaufvertrags und darüber hinaus nicht in gemeinsamer Absprache i.S.v. Art. 135 Abs. 1 FinfraG und Art. 33 FinfraV-FINMA handeln.
5. APG SGA SA veröffentlicht in Anwendung von Art. 61 Abs. 3 und 4 UEV eine allfällige Stellungnahme ihres Verwaltungsrats, das Dispositiv der vorliegenden Verfügung und den Hinweis auf die Möglichkeit der qualifizierten Aktionäre, Einsprache gegen diese Verfügung zu erheben, sobald die in dieser Verfügung beschriebenen Transaktionen angekündigt werden.
6. Die vorliegende Verfügung wird im Nachgang zur Veröffentlichung der APG SGA SA gemäss Dispositiv-Ziff. 5 auf der Website der Übernahmekommission publiziert.
7. Sollte die vorliegende Verfügung mangels Durchführung der in dieser Verfügung beschriebenen Transaktionen nicht i.S.v. Dispositiv-Ziff. 5 zur Veröffentlichung gelangen, verzichtet die Übernahmekommission auf eine Publikation dieser Verfügung i.S.v. Dispositiv-Ziff. 6. Die



Dispositiv-Ziff. 1 bis und mit 4 entfalten diesfalls ausschliesslich im Zusammenhang mit den in dieser Verfügung beschriebenen Transaktionen Rechtswirkung.

8. Die Gebühr zu Lasten der Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung beträgt CHF 40'000.

Die Präsidentin:

Mirjam Eggen
—

Diese Verfügung geht an die Parteien:

- Aktiengesellschaft für die Neue Zürcher Zeitung, vertreten durch Dr. Anna Peter und Micha Fankhauser, Homburger AG;
- APG SGA SA, vertreten durch Matthias Wolf und Nicolas Lehmann, Lenz & Staehelin AG.

Rechtsmittelbelehrung:

Beschwerde (Art. 140 des Finanzmarktinfrastukturgesetzes, 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).

—

—
—