



## Verfügung 680/01

vom 31. Januar 2018

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 107'263.80. Es ist in 536'319 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.20 eingeteilt (**AP Aktien**). Die AP Aktien sind an der BX Berne eXchange (**BX**) kotiert (BX: APN).

#### B.

AP möchte ein neues Rückkaufprogramm lancieren und ihr Kapital herabsetzen, indem sie die zurückgekauften Aktien vernichtet (das **AP-Rückkaufprogramm**). Dazu reichte AP am 16. Januar 2018 ein Gesuch bei der Übernahmekommission mit folgendem Antrag ein:

*"Es sei das beabsichtigte öffentliche Rückkaufangebot der AP Alternative Portfolio AG, im Volumen von maximal 36'319 Namenaktien, bei welchem der Rückkaufspreis im Rahmen einer Dutch Auction bestimmt wird, analog zu dem durch die UEK mit Verfügung 650/01 vom 7. Februar 2017 (und derjenigen vom 3. Februar 2016 (Verfügung 622/01)) genehmigten öffentlichen Rückkaufsprogramm, von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote freizustellen."*

Dem Gesuch lagen insbesondere das unterzeichnete Formular „Meldung eines Rückkaufprogramms“ (das **Meldeformular**) und der Entwurf eines Rückkaufinserats auf Deutsch und auf Französisch (das **Indikative Rückkaufinserat**) 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 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 650/01 vom 7. Februar 2017 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 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.).

[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 Aktienrückkaufprogramm von AP lässt sich nicht eindeutig in die gemäss U-EK-Rundschreiben Nr. 1 vorgegebenen Kategorien (Aktienrückkaufprogramm zum Festpreis bzw. Aktienrückkaufprogramm zum Marktpreis) einordnen. Es bedarf somit zur Freistellung des vorliegenden Aktienrückkaufprogramms einer Verfügung der Übernahmekommission.

—

## 2. Festsetzung des Rückkaufpreises im Rahmen einer so genannten Dutch Auction

### 2.1 Funktionsweise der Dutch Auction

[6] Der Rückkaufpreis für die im Rahmen des vorliegend zu beurteilenden AP-Aktienrückkaufprogramms angedienten AP Aktien soll mittels einer *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. Im Indikativen Rückkaufinserat ist auf unverbindlicher Basis eine Spannweite von CHF 219 bis CHF 231 angegeben.

[7] 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 bei einer Preisspanne von CHF 219 bis CHF 231 innerhalb der Rückkauffrist erklären können, dass er 5'000 AP Aktien zu je CHF 220 und 2'000 AP Aktien zu je CHF 230 verkaufen möchte. Er soll aber beispielsweise auch angeben können, dass er nur 5'000 Aktien zu je CHF 230 verkaufen will.

[8] Der Rückkaufpreis wird gestützt auf die Verkaufsangebote der Aktionäre so festgesetzt, dass das gesamte geplante Rückkaufvolumen an die andienenden Aktionäre ausbezahlt und die AP Aktien zum tiefstmöglichen 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.

[9] Falls zu dem Rückkaufpreis, der im Rahmen der *Dutch Auction* festgelegt wurde, nicht alle angedienten AP Aktien zurückgekauft werden können, weil das maximale Rückkaufvolumen 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.

—

—

—



## 2.2 Analyse

### 2.2.1 Einleitung

[10] Das im Rahmen des AP-Aktienrückkaufprogrammes 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-Aktienrückkaufprogramm 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.

[11] AP beantragt, ihr beabsichtigtes öffentliches Rückkaufprogramm 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-Aktienrückkaufprogramm i.S.v. Art. 4 Abs. 2 UEV davon befreit werden kann, die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote einzuhalten.

#### 2.2.1.1 Grundsatz der Gleichbehandlung

[12] 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; vgl. die Verfügung 650/01 vom 7. Februar 2017 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erw. 2.2.2.1, Rn 15).

[13] 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-Rundschreiben 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.

[14] 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 650/01 vom 7. Februar 2017 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erw. 2.2.2.1, Rn 18 f.). Diesem Grundsatz ist somit Genüge getan.

#### **2.2.1.2 Grundsätze der Transparenz und der Lauterkeit**

[15] 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 650/01 vom 7. Februar 2017 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erw. 2.2.2.2, Rn 20). 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 650/01 vom 7. Februar 2017 in Sachen *AP Alternative Portfolio AG*, Erw. 2.2.2.2, Rn 20).

[16] 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 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 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 Rückkaufpreis hinausgeht.

#### **2.3 Fazit**

[17] Angesichts der beschriebenen Umstände 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.



[18] AP wird in diesem Zusammenhang untersagt, sich während der Laufzeit des AP-Aktienrückkaufprogramms 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 Rückkaufpreis potentiell zu ihren eigenen Gunsten senkt.

—

### **3. Übrige Voraussetzungen für die Freistellung des Rückkaufprogramms**

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

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

—

### **4. Ergebnis**

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

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

[23] Die Freistellung des Rückkaufprogramms 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).

—



## 5. Rückkaufinserat

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

[25] 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.

—

## 6. Publikation und Karenzfrist

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

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

—

## 7. Gebühr

[28] Für die Prüfung des vorliegenden Gesuchs wird eine Gebühr zulasten von AP in der Höhe von CHF 15'000 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 maximal 36'319 eigenen Namenaktien, bei welchem der Rückkaufpreis im Rahmen einer *Dutch Auction* bestimmt wird, wird von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote freigestellt.
2. Das Rückkaufprogramm von AP Alternative Portfolio AG im Umfang von maximal 36'319 eigenen Namenaktien, bei welchem der Rückkaufpreis 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 18 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 gewährt.
4. 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.
5. AP Alternative Portfolio AG wird untersagt, sich während der Laufzeit des 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.
6. Die vorliegende Verfügung wird am Tag der 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 15'000.

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).

—