



## Verfügung 623/01

vom 25. Februar 2016

### Öffentliches Kaufangebot von Kiwi Holding IV S.à r.l. an die Aktionäre von Kuoni Reisen Holding AG – Angebotsprospekt und Verwaltungsratsbericht / Best Price Rule

#### Sachverhalt:

##### A.

Kuoni Reisen Holding AG (**Kuoni** oder **Zielgesellschaft**) ist eine Aktiengesellschaft schweizerischen Rechts mit Sitz in Zürich. Kuoni verfügt per 19. Februar 2016 über ein Aktienkapital von insgesamt CHF 3'998'400. Dieses ist eingeteilt in 1'249'500 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.20, entsprechend 25% der Stimmrechte und 6.25% des Aktienkapitals von Kuoni (**Kuoni A Aktien**) und 3'748'500 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 1.00, entsprechend 75% der Stimmrechte und 93.75% des Aktienkapitals von Kuoni (**Kuoni B Aktien**). Zudem verfügt Kuoni über ein bedingtes Kapital von 480'000 Kuoni B Aktien. Die Kuoni B Aktien sind gemäss dem International Reporting Standard der SIX Swiss Exchange AG (**SIX**) unter der Valorennummer (ISIN CH0003504856; Ticker Symbol: KUNN) kotiert. Die Kuoni A Aktien sind nicht kotiert und werden vollständig von der Kuoni und Hugentobler-Stiftung (**Stiftung**), Buochserstrasse 2, 6370 Stans gehalten. Kuoni und ihre Tochtergesellschaften halten zurzeit 72'675 eigene Kuoni B Aktien (entsprechend 1.82% des Kapitals und 1.45% der Stimmrechte an Kuoni).

##### B.

Die Kuoni Group ist Dienstleister für die globale Reiseindustrie und besteht aus den folgenden drei Divisionen: (i) *Global Travel Distribution (GTD)*, ein weltweit tätiger Grossist und Anbieter von Hotelübernachtungen sowie weiteren Reisedienstleistungen im Business-to-Business-Bereich, (ii) *Global Travel Services (GTS)*, ein Anbieter von Destinationsdienstleistungen in den Bereichen Unterkunft, Transport, Ausflüge und Aktivitäten, Veranstaltungs- und Event-Management und (iii) *VFS Global (VFS)*, ein globaler Visa Verarbeitungsdienstleister.

##### C.

Die Statuten von Kuoni enthalten in Art. 5 Abs. 2 eine Prozentvinkulierung, wonach der Verwaltungsrat die Anerkennung eines Aktienerwerbers als Aktionär mit Stimmrecht grundsätzlich ablehnt, wenn dieser Erwerber infolge Anerkennung mehr als 3% des im Handelsregister eingetragenen Namenaktienkapitals besitzen würde (**Prozentvinkulierung**). Gemäss Art. 5 Abs. 8 der Statuten kann der Verwaltungsrat „in besonderen Fällen Ausnahmen von ... der in Art. 5 Abs. 2 der Statuten festgelegten Prozentgrenze bewilligen.“ Art. 5 Abs. 9 der Statuten enthält zudem ein sog. *Grandfathering*, wonach der Besitzstand der am 25. Februar 1995 im Aktienbuch eingetragenen Aktionäre (einschliesslich ihrer Rechtsnachfolger) gewahrt bleibt. Im Weiteren enthält Art. 13 Abs. 1 der Statuten eine Stimmrechtsausübungsbeschränkung, wonach kein Aktionär für eigene und vertretene Aktien zusammen mehr als 3% des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals direkt oder indirekt auf sich vereinigen darf (**Stimmrechtsausübungsbeschränkung**). Für



die Stimmrechtsausübungsbeschränkung gilt gemäss Art. 13 Abs. 5 der Statuten ebenfalls ein *Grandfathering*, analog demjenigen für die Prozentvinkulierung.

D.

Kiwi Holding IV S.à r.l. (**Kiwi** oder **Anbieterin**) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung (*société à responsabilité limitée*) luxemburgischen Rechts mit Sitz in Luxemburg, Grossherzogtum Luxemburg, und ist im Handels- und Gesellschaftsregister Luxemburg unter der Firmennummer B 203374 registriert. Kiwi wurde am 31. Dezember 2015 mit einem Aktienkapital von CHF 15'000 gegründet. Die Geschäftstätigkeit von Kiwi umfasst u.a. den Erwerb und das Halten von direkten und indirekten Beteiligungen jeglicher Art.

E.

Kiwi ist eine 100% Tochtergesellschaft der Kiwi Holding III S.A., 23, rue Aldringen, L-1118 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg, welche eine 100% Tochtergesellschaft der Kiwi Holding II S.A., 23, rue Aldringen, L-1118 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg, ist. Diese ist wiederum eine 100% Tochtergesellschaft der Kiwi Holding I S.A., 23, rue Aldringen, L-1118 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg, welche zu 100% durch die beiden nach englischem Recht organisierten Fonds EQT VII No. 1 LP und EQT VII No. 2 LP beherrscht wird. Diese beiden Fonds handeln durch ihren General Partner EQT VII (General Partner) LP, 50 Lothian Road, Festival Square, Edinburgh, EH3 9WJ, United Kingdom, welcher wiederum durch dessen General Partner EQT VII Limited, 5th Floor, 15 Golden Square, London W1F 9JG, United Kingdom, handelt, der zu 100% von EQT Holdings AB, einer Aktiengesellschaft schwedischen Rechts, gehalten wird (alle zusammen **EQT**).

F.

Am 3. Januar 2016 schlossen EQT Partners AG, die Finanzberaterin von EQT VII (General Partner) LP und Kuoni eine Vertraulichkeitsvereinbarung ab, worin sich die Parteien im Wesentlichen verpflichteten, einander offengelegte, nicht öffentlich zugängliche Informationen vertraulich zu behandeln. Ferner beinhaltet die Vertraulichkeitsvereinbarung eine zeitlich befristete Stillhalteverpflichtung (*standstill*) von Kiwi.

G.

Als Reaktion auf Medienspekulationen bestätigte der Verwaltungsrat der Kuoni Group am 5. Januar 2016 mit Medienmitteilung, dass es von Drittparteien zu ersten Kontaktaufnahmen in Bezug auf ein mögliches Kaufangebot für die Kuoni Group und deren Geschäftsfelder gekommen sei.

H.

Mit einer weiteren Medienmitteilung vom 28. Januar 2016 bestätigte der Verwaltungsrat der Kuoni Group, dass EQT als bevorzugte Partei aus einem Bieterwettbewerb im Zusammenhang mit einem möglichen Kaufangebot für die Kuoni Group sowie weiteren strategischen Optionen ermittelt worden sei. Abschliessende Verhandlungen mit EQT für ein mögliches Übernahmeangebot für die Kuoni Group seien im Gange.



I.

Am 1. Februar 2016 schlossen Kiwi und Kuoni eine Transaktionsvereinbarung. Darin verpflichtete sich Kiwi unter anderem, ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Kuoni B Aktien zu unterbreiten oder durch eine Tochtergesellschaft unterbreiten zu lassen (**Angebot**), und zwar zum Preis von CHF 370 pro Kuoni B Aktie (oder einem höheren Preis). Zudem verpflichtete sich der Verwaltungsrat von Kuoni, das Angebot zu empfehlen, sofern kein überlegenes Kaufangebot unterbreitet wird, dessen Bedingungen der Verwaltungsrat von Kuoni insgesamt für vorteilhafter hält.

J.

Ebenfalls am 1. Februar 2016 schloss die Stiftung mit Kiwi Holding II S.A. eine Vereinbarung in Bezug auf das von Kiwi zu unterbreitende Angebot (**Term Sheet** oder **Aktionärsvereinbarung**) und mit Kiwi Holding III S.A. eine Vereinbarung bezüglich die Einbringung der von der Stiftung gehaltenen Kuoni A Aktien in eine gemeinsame Gesellschaft (**Contribution Agreement** oder **Einbringungsvertrag**). Der Aktionärs- und der Einbringungsvertrag regeln im Wesentlichen das Folgende (vgl. Angebotsprospekt D 3.2):

- a. Einbringung: Die Stiftung verpflichtete sich, alle von ihr gehaltenen Kuoni A Aktien in die Kiwi Holding III S.A. einzubringen, gegen Ausgabe von neuen Aktien der Kiwi Holding III S.A. Diese Einbringung erfolgt aufschiebend und soll erst vollzogen werden, sobald Kiwi bestätigt hat, dass das öffentliche Kaufangebot erfolgreich gewesen ist. Die Einbringung wird durch einen Hinterlegungsvertrag sichergestellt (zum Preis für die eingebrachten Kuoni A Aktien vgl. unten Sachverhalt lit. L)
- b. Beteiligung der Stiftung an Kiwi Holding III S.A. nach Vollzug des Angebots: Der Anteil am Aktienkapital von Kiwi Holding III S.A., den die Stiftung für die Einbringung ihrer Kuoni A Aktien erhält, hängt von der Andienungsquote, den Transaktionskosten und einem späterem *squeeze-out* ab. Je nach Ausgang der Transaktion wird die Stiftung zwischen 10% und 15% am Aktienkapital der Kiwi Holding III S.A. halten. Die Stiftung soll aber in jedem Fall 25% der Stimmrechte an Kiwi Holding III S.A. erhalten.
- c. Governance: Die Stiftung erhält vertraglich zugesicherte Minderheitenrechte (inkl. Informationsrechte). Der Stiftung werden ausgewählte Vetorechte auf Stufe Generalversammlung und Verwaltungsrat von Kiwi Holding III S.A. und deren Tochtergesellschaften (inkl. Kuoni) gewährt. Des Weiteren werden der Stiftung auch Vertretungsrechte in den Verwaltungsräten von Kiwi Holding III S.A., Kiwi und Kuoni zugesichert, welche ihrem Stimmrecht angemessen sind. Zudem wird die Stiftung in einem gewissen Umfang vor einer Kapital- und Stimmrechtsverwässerung geschützt.
- d. Exit-Regelung: Während der ersten fünf Jahre nach dem Vollzug der Transaktion dürfen direkt oder indirekt keine Aktien von Kuoni transferiert werden (sog. *Blocked Period*). Des Weiteren haben die Parteien die zulässigen Exit-Optionen (*IPO* oder *Trade Sale*) ab Jahr 5 bis zum Jahr 12 (Mindestlaufzeit der Aktionärsvereinbarung ohne Exit-

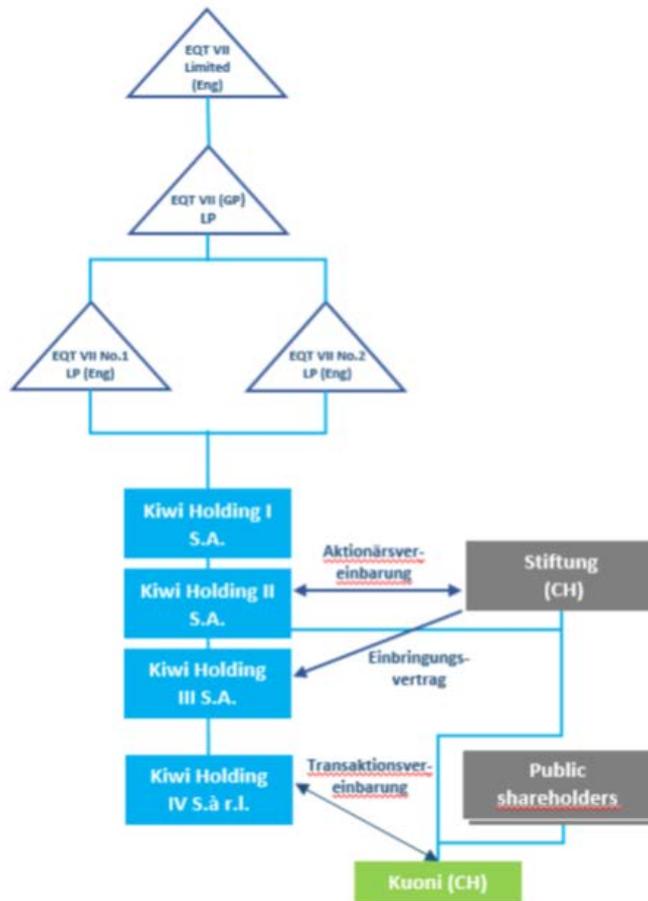


Transaktion) definiert, wobei die präferierte Exit-Option für die Divisionen GTD und VFS (vgl. Sachverhalt lit. B) ein *Re-IPO* ist. Eine Exit-Möglichkeit besteht erstmals nach 7 Jahren, ausser die Parteien würden sich gemeinsam auf einen früheren Exit einigen. Im Weiteren haben die Parteien Vorhand- und Vorkaufsrechte sowie Mitverkaufsrechte und Mitverkaufsverpflichtungen vereinbart, wobei die Stiftung mindestens in einer Division investiert bleiben kann.

- e. Eingeschränkte Exklusivität: Die Stiftung hat Kiwi Holding II S.A. eine eingeschränkte Exklusivität gewährt: Demnach darf die Stiftung auf ein konkurrierendes Angebot nur eingehen, sofern dieses für die Kuoni B Aktien mindestens 10% über dem letzten Angebot von EQT liegt.
- f. Zahlung: Um der Stiftung die Erfüllung ihres Stiftungszwecks zu ermöglichen, haben die Parteien vereinbart, dass die Stiftung während mindestens 5 Jahren eine jährliche Zahlung im Umfang von rund CHF 2.0 Millionen erhalten wird.
- g. Verschuldensobergrenze: In der Aktionärsvereinbarung haben die Parteien zudem eine Verschuldensobergrenze festgelegt (Verhältnis *net debt/EBITDA*).

K.

Nach dem Vollzug des Angebots soll folgende Struktur geschaffen werden:



L.

Der Einlagepreis, den die Stiftung für die Einbringung ihrer Kuoni A Aktien erhalten soll (vgl. Sachverhalt lit. J a) steht zurzeit noch nicht fest, resp. es wurde in der Aktionärsvereinbarung kein fixer Preis für die Kuoni A Aktien vereinbart. Stattdessen haben die Parteien einen Mechanismus für die Festlegung des Einlagepreises für die Kuoni A Aktien vereinbart (**Preisfestlegungsmechanismus**) und sich auf eine Obergrenze (*cap*) geeinigt. Demnach soll der Einlagepreis nennwertadjustiert dem Angebotspreis für die Kuoni B Aktien entsprechen. Zudem ist beabsichtigt, dass Kiwi resp. EQT die Stiftung für den Abschluss der Aktionärsvereinbarung (und mit hin den Nettowert der wesentlichen Leistungen und Gegenleistungen) auf der Grundlage eines Bewertungsberichts von IFBC sowie der Bestätigung der Prüfstelle mit maximal 20% im Vergleich zum nennwertadjustierten Preis für die Kuoni A Aktien entschädigt, aber nur in dem Ausmass wie die Übernahmekommission den sich aus der Aktionärsvereinbarung ergebenden Nettowertvorteil zu Gunsten von Kiwi respektive EQT als korrekt anerkennt. Dieser Preisfestlegungsmechanismus hat folgenden Wortlaut:

*Determination of the value of the contribution of the Kiwi A Shares into Parent by the Foundation:*



*The Investors agree that the value at which the Kiwi A Shares shall be contributed by the Foundation into Parent shall be calculated as follows:*

*(i) Number of Kiwi A Shares held by the Foundation divided by 5 (gives equivalent in Kiwi B Shares);*

*(ii) multiplied by the final Tender Offer Price for Kiwi B Shares;*

*(iii) plus a compensation for the contribution of the Kiwi A Shares (pursuant to this Term Sheet) as confirmed by the review body and the Takeover Board to be permissible, taking into account any side benefits (Nebenleistungen). Based on the available valuation of IFBC and the confirmation of the review body the Parties envisage a compensation (compared to the final Tender Offer Price on an adjusted basis) of up to and in any case not higher than 20% (it being understood that, other than the cap of 20%, this understanding of the Parties is not binding).*

M.

Am 2. Februar 2016 veröffentlichte die Anbieterin die Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots für alle sich im Publikum befindenden Kuoni B Aktien. Die Voranmeldung informierte zudem darüber, dass die Anbieterin mit Kuoni am 1. Februar 2016 eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen habe, worin sich der Verwaltungsrat von Kuoni unter anderem verpflichtet habe, das Angebot zur Annahme zu empfehlen. Zudem hätten die (indirekte) Aktionärin der Anbieterin (Anm.: gemeint ist Kiwi Holding II S.A.) und die Stiftung am 1. Februar 2016 eine Vereinbarung in Bezug auf das von der Anbieterin zu unterbreitende Angebot unterzeichnet, wonach die Stiftung und die Anbieterin hinsichtlich des Angebots in gemeinsamer Absprache handeln und somit als Gruppe sämtliche Kuoni A Aktien halten würden, entsprechend 25% der Stimmrechte an Kuoni.

N.

Mit Offenlegungsmeldung vom 10. Februar 2016 gaben EQT VII Limited, Kuoni und die Stiftung bekannt, dass sie aufgrund der Transaktionsvereinbarung und des Contribution Agreement eine Gruppe bilden und zusammen 26.45% der Stimmrechte an der Zielgesellschaft halten.

O.

Mit Gesuch vom 9. Februar 2016 stellt die Anbieterin folgende Anträge:

*1. „Es sei der Angebotsprospekt gemäss allfällig überarbeitetem Entwurf zu prüfen und festzustellen, dass das öffentliche Kaufangebot der Kiwi Holding IV S.à r.l. für den Erwerb aller sich im Publikum befindenden Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 1.00 der Kuoni Reisen Holding AG den Vorschriften des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivathandel (FinfraG) und den ausführenden Verordnungen entspricht.*



2. Die Verfügung der Übernahmekommission sei frühestens nach oder gleichzeitig mit der Veröffentlichung des Angebotsprospektes zu veröffentlichen.

3. Vor Erlass einer Verfügung, welche den Antrag 1 nicht vollumfänglich gutheisst, sei Kiwi vorgängig anzuhören und Kiwi sei die Möglichkeit einzuräumen, den Angebotsprospekt anzupassen resp. weitere Ausführungen einzureichen.“

P.

Zusammen mit dem Gesuch reichte die Anbieterin ein Parteigutachten ein, einen Bewertungsbericht von IFBC vom 1. Februar 2016 „*Term Sheet betreffend Kuoni Travel Holding Ltd. zwischen EQT Partners AB und der Kuoni und Hugentobler – Stiftung / Identifikation und Bewertung der Wertvorteile („sich gegenüberstehenden Leistungen, Nebenleistungen und Gegenleistungen“) von EQT Partners AB und der Kuoni und Hugentobler - Stiftung“ (IFBC-Bewertungsbericht)*. Der IFBC-Bewertungsbericht ermittelt die sich aus dem *Term Sheet* zwischen EQT und der Stiftung gegenüberstehenden Leistungen und berechnet die sich daraus ergebenden Wertvorteile. Der IFBC-Bewertungsbericht hält fest, der Angebotspreis für die Kuoni B Aktien belaufe sich auf CHF 370. Für die Kuoni A Aktien sei beabsichtigt, der Stiftung einen Preis von CHF 444 für fünf Kuoni A Aktien (entsprechend nennwertadjustiert einer Kuoni B Aktie) zu bezahlen. Diese Differenz ergebe sich aus den Netto-Leistungsvorteilen zugunsten von EQT, resultierend aus dem *Term Sheet*. Entsprechend werde auch für die 5 Kuoni A Aktien, ohne Berücksichtigung der sich aus dem *Term Sheet* ergebenden Netto-Wertvorteile zugunsten von EQT, ein Preis von CHF 370 offeriert. Die IFBC-Bewertung gelangt zum Ergebnis, dass die Netto-Wertvorteile zugunsten von EQT eine zusätzliche Abgeltung im Umfang von CHF 74 bzw. 20% von CHF 370 übernahmerechtlich rechtfertigen würden.

Auf die Einzelheiten des IFBC-Bewertungsberichts wird soweit erforderlich in den Erwägungen eingegangen.

Q.

Am 18. Februar 2016 reichte die Prüfstelle Ernst & Young AG (E&Y) den Entwurf eines speziellen Prüfberichts ein „*Bewertungsüberlegungen in Bezug auf die abzugeltenden Wertvorteile im Rahmen des Term Sheets zwischen EQT Partners AB und der Kuoni und Hugentobler – Stiftung / Prüfung der Einhaltung der Mindestpreisregel“ (Prüfbericht E&Y betr. Mindestpreisregel)*. Darin hält E&Y zur Mindestpreisregel als Fazit fest, dass die von IFBC quantifizierten Wertvorteile für die Stiftung sowie für EQT sachgerecht hergeleitet sowie korrekt berechnet worden seien.

R.

Am 26. Februar 2016 soll der Angebotsprospekt veröffentlicht werden. Die Anbieterin bietet, wie bereits in der Voranmeldung dargelegt, CHF 370 netto in bar je Kuoni B Aktie. Das Angebot steht unter mehreren Bedingungen (vgl. Angebotsprospekt A 7).



S.

Der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in Kuoni B Aktien war in den zwölf vollständigen Monaten vor der Voranmeldung grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (*Free Float*).

T.

Der Angebotsprospekt, der Verwaltungsratsbericht und die *Fairness Opinion* wurden der Übernahmekommission vor der Publikation zur Prüfung unterbreitet.

U.

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

—

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

### **1. Voranmeldung**

[1] Gemäss Art. 5 Abs. 1 UEV kann ein Angebot vor der Veröffentlichung des Angebotsprospekts vorangemeldet werden. Die Voranmeldung entfaltet die Wirkungen gemäss Art. 8 UEV.

[2] Die Anbieterin veröffentlichte die Voranmeldung am 2. Februar 2016 vor Börsenbeginn gemäss Art. 7 Abs. 1 f. UEV. Die Voranmeldung entfaltete ihre Wirkungen somit am 2. Februar 2016.

—

### **2. Gegenstand des Angebots**

[3] Das Angebot bezieht sich auf alle sich im Publikum befindenden Kuoni B Aktien. Das Angebot bezieht sich nicht auf (i) Kuoni B Aktien, die von Kuoni oder einer ihrer Tochtergesellschaften gehalten werden, (ii) Kuoni A Aktien sowie (iii) *American Depositary Receipts* von Kuoni, welche an gewissen U.S. OTC-Märkten gehandelt werden.

[4] Die Anbieterin erfüllt damit die Anforderungen gemäss Art. 9 Abs. 2 UEV. Namentlich ist es zulässig, dass sich das Angebot nicht auf die Kuoni A Aktien bezieht, da Letztere nicht kotiert sind (vgl. Art. 9 Abs. 2 erster Satz UEV).

—

### **3. Handeln in gemeinsamer Absprache**

[5] Für Personen, die im Hinblick auf ein Angebot in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe mit der Anbieterin handeln, gilt Art. 12 Abs. 1 FinfraV-FINMA sinngemäss (Art. 11 Abs. 1 UEV). Solche Personen haben die Pflichten nach Art. 12 UEV einzuhalten, was von der Prüfstelle

—

—

—



zu überprüfen ist. Die in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelnden Personen sind im Angebotsprospekt offen zu legen (Art. 19 Abs. 1 lit. d UEV).

[6] Vorliegend handeln alle von EQT direkt oder indirekt beherrschten Gesellschaften und Personen in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin. Dasselbe gilt für Kuoni und alle von Kuoni (direkt oder indirekt) kontrollierten Gesellschaften und Personen für den Zeitraum ab dem 1. Februar 2016, dem Datum der Transaktionsvereinbarung (vgl. Sachverhalt lit. I). Ab dem 1. Februar 2016, Datum der Aktionärsvereinbarung zwischen der Stiftung und Kiwi Holding II S.A. (vgl. Sachverhalt lit. J), handelt auch die Stiftung in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin. Angebotsprospekt B 2 enthält die diesbezüglichen Angaben.

[7] In Bezug auf die in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelnden Personen entspricht der Angebotsprospekt den gesetzlichen Anforderungen.

—

#### 4. Einhaltung der Bestimmungen über den Mindestpreis

##### 4.1 Allgemein

[8] Bei einem Kontrollwechsel-Angebot muss der Preis des Angebots den Bestimmungen über die Pflichtangebote entsprechen (Art. 9 Abs. 6 Satz 2 UEV).

[9] Gemäss Art. 135 Abs. 2 FinfraG muss der Preis des Angebots mindestens gleich hoch sein wie der höhere der folgenden Beträge: der Börsenkurs (lit. a) und der höchste Preis, den der Anbieter und die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt haben (lit. b) (**Preis des vorausgegangenen Erwerbs**). Nach Art. 42 Abs. 2 FinfraV-FINMA entspricht der Börsenkurs dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots beziehungsweise der Voranmeldung (*Volume-Weighted Average Price; VWAP*).

##### 4.2 Börsenkurs

[10] Der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in Kuoni B Aktien war in den zwölf Monaten, die der Voranmeldung vorausgegangen sind, grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (*Free Float*) (vgl. Sachverhalt lit. S). Somit sind die Kuoni B Aktien liquid im Sinne des Rundschreibens Nr. 2 der Übernahmekommission betreffend Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010.

[11] Der *VWAP* der Kuoni B Aktien während der letzten 60 Börsentage vor der Publikation der Voranmeldung betrug CHF 277.

—  
—  
—



### 4.3 Preis des vorausgegangenen Erwerbs

[12] Während der letzten zwölf Monate vor der Publikation der Voranmeldung am 2. Februar 2016 haben Kiwi und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen mit Ausnahme von Kuoni und deren direkte und indirekte Tochtergesellschaften keine Kuoni B Aktien und keine Finanzinstrumente in Bezug auf Kuoni B Aktien erworben oder veräussert.

[13] Die Zielgesellschaft und deren direkte und indirekte Tochtergesellschaften haben seit der Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung am 1. Februar 2016 weder Kuoni B Aktien erworben noch veräussert. Dasselbe gilt für Finanzinstrumente in Bezug auf Kuoni B Aktien.

[14] Die Stiftung hat seit der Unterzeichnung des Einbringungsvertrags am 1. Februar 2016 weder Kuoni B Aktien erworben noch veräussert. Dasselbe gilt für Finanzinstrumente in Bezug auf Kuoni B Aktien.

[15] Die Einbringung der von der Stiftung gehaltenen Kuoni A Aktien in die Kiwi Holding III S.A. (vgl. Sachverhalt lit. J a) wird in der Erw. 5 betr. *Best Price Rule* geprüft.

### 4.4 Ergebnis

[16] Der Angebotspreis von CHF 370 liegt über dem VWAP von CHF 277. Einen vorausgegangenen Erwerb von Kuoni B Aktien durch die Anbieterin oder die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen hat es in den letzten zwölf Monaten vor der Publikation der Voranmeldung bzw. seit dem 1. Februar 2016 nicht gegeben.

[17] Somit sind die Bestimmungen über den Mindestpreis gemäss Art. 135 Abs. 2 FinfraG eingehalten. Die Prüfstelle hat dies in ihrem Bericht bestätigt.

—

## 5. Best Price Rule

[18] Gemäss Art. 10 Abs. 1 UEV müssen ein Anbieter und die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen, die von der Veröffentlichung des Angebots bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erwerben, diesen Preis allen Empfängern des Angebots anbieten (**Best Price Rule**). Die Prüfstelle hat die Einhaltung dieser Regel zu bestätigen (Art. 28 Abs. 1 lit. d UEV).

### 5.1 Einbringung der Kuoni A Aktien fällt unter die Best Price Rule

#### 5.1.1 Zeitlicher Anwendungsbereich der Best Price Rule

[19] Die Anbieterin und die Prüfstelle (vgl. Sachverhalt lit. Q) gehen davon aus, dass die Einbringung der Kuoni A Aktien als vorausgegangener Erwerb zu qualifizieren ist. Dies trifft jedoch aus folgenden Erwägungen nicht zu:

—  
—



[20] Wird ein Kaufvertrag über den Erwerb von Aktien einer Zielgesellschaft vor der Publikation des Angebots abgeschlossen, aber erst danach vollzogen, so ist dies grundsätzlich als vorausgegangener Erwerb zu qualifizieren (Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 30. November 2010 i.S. *Quadrant AG*, Abt. II, B-5272/2009, Erw. 12.1, S. 71). Eine Ausnahme wird für den Fall gemacht, dass der Aktienkaufvertrag und das Angebot miteinander verknüpft sind, sodass von einer gekoppelten Gesamttransaktion von vorausgegangenem Erwerb und öffentlichem Kaufangebot auszugehen ist. Diesfalls ist der Aktienkauf der *Best Price Rule* zu unterstellen, um eine Umgehung dieser Regel zu verhindern (Verfügung 410/02 vom 16. Juni 2009 in Sachen *Quadrant AG*, Erw. 2).

[21] Gemäss Einbringungsvertrag soll die Einbringung der Kuoni A Aktien durch die Stiftung nur erfolgen, falls das Angebot zu Stande kommt (vgl. Sachverhalt lit. J a). Damit ist die Einbringung mit dem Angebot verknüpft und es besteht eine gekoppelte Gesamttransaktion. Der Einbringungsvertrag wird mit dem Ziel abgeschlossen, die Kuoni A Aktien im Hinblick auf das Angebot zu erwerben. Der Erwerb infolge Einbringung fällt daher in zeitlicher Hinsicht unter die *Best Price Rule*.

### 5.1.2 Sachlicher Anwendungsbereich der Best Price Rule

[22] Gemäss Art. 10 Abs. 1 UEV erfasst die *Best Price Rule* jeden Erwerb von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis. Damit werden nicht nur diejenigen Aktien erfasst, auf die sich das Angebot bezieht, sondern auch andere Aktienkategorien, unabhängig davon, ob sie kotiert sind oder nicht (vgl. Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Jacques Iffland/Tino Gaberthüel, 3. Aufl. 2014, Rn 676; Dieter Gericke/Karin Wiedmer, Kommentar Übernahmeverordnung, Rn 10 zu Art. 10; Tatjana Linder, Die Best Price Rule im schweizerischen Übernahmerecht, S. 118).

[23] Nach Gesagtem findet die *Best Price Rule* (auch) auf die Einbringung der Kuoni A Aktien Anwendung. Der Umstand, dass diese weder kotiert noch Gegenstand des Angebotes sind, ändert daran nichts.

### 5.2 Einbringungspreis pro Kuoni A Aktie

[24] Um zu prüfen, ob die *Best Price Rule* eingehalten ist, muss der Erwerbspreis ermittelt werden, den der Anbieter für das ausserhalb des Angebots erworbene Beteiligungspapier bezahlt. Falls der Anbieter Aktien erwirbt, die nicht vom Angebot erfasst und nicht kotiert sind, ist nicht vollends geklärt, wie für solche Aktien der für die *Best Price Rule* massgebende Preis bestimmt werden soll. In der Literatur wird vorgeschlagen, den bezahlten Preis nach Massgabe der Nennwertdifferenz proportional auf die vom Angebot erfassten Aktien umzurechnen (vgl. Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Jacques Iffland/Tino Gaberthüel, 3. Aufl. 2014, Rn 682).

[25] Diese Methode wurde vorliegend gewählt: Die Anbieterin offeriert als Angebotspreis für die sich im Publikum befindenden Kuoni B Aktien CHF 370 pro Kuoni B Aktie. Gemäss dem *Term*



*Sheet* soll für 5 Kuoni A Aktien ebenfalls ein Preis von CHF 370 bezahlt werden. Damit werden die Preise exakt nach Massgabe der Nennwertdifferenz umgerechnet, indem für eine Kuoni B Aktie (Nennwert CHF 1) fünf Mal so viel bezahlt wird wie für eine Kuoni A Aktie (Nennwert CHF 0.2) bzw. für eine Kuoni B Aktie gleich viel wie für fünf Kuoni A Aktien.

[26] Diese Preisbestimmung ist unter dem Blickwinkel der *Best Price Rule* nicht zu beanstanden.

### 5.3 Zusätzliche geldwerte Leistungen

[27] Falls ein Anbieter einem verkaufenden Aktionär neben dem Kaufpreis für die Aktien zusätzliche geldwerte Leistungen zukommen lässt, sind diese Leistungen in die Kalkulation einzubeziehen, also zum Erwerbspreis hinzuzuzählen (Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Jacques Iffland/Tino Gaberthüel, 3. Aufl. 2014, Rn 681; Dieter Gericke/Karin Wiedmer, Kommentar Übernahmeverordnung, Rn 23 zu Art. 10; Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, S. 269). Gemäss Praxis der Übernahmekommission bildet z.B. die Zusicherung eines Anbieters gegenüber einem Aktienverkäufer, den Kaufpreis ebenfalls zu erhöhen, falls der Angebotspreis später erhöht wird oder ein Konkurrenzangebot erfolgt, eine geldwerte Leistung, deren Wert für die Überprüfung der Einhaltung der *Best Price Rule* zum Kaufpreis hinzugerechnet werden muss (Verfügung der EBK vom 20. November 2006 in Sachen *SIG Holding AG*, Erw. 27 f.; Empfehlung 294/01 vom 26. Oktober 2006 in Sachen *SIG Holding AG*, Erw. 3.5).

[28] Im Anwendungsbereich der *Best Price Rule* ist es Aufgabe der Prüfstelle abzuklären, ob und welche zusätzlichen geldwerten Leistungen bestehen und diese nötigenfalls zu bewerten (vgl. Art. 28 Abs. 1 lit. d UEV; Empfehlung 294/01 vom 26. Oktober 2006 in Sachen *SIG Holding AG*, Erw. 3.5.2 f. und Dispo. 3; Empfehlung 236/1 vom 28. April 2005 in Sachen *Swiss International Air Lines AG*, Erw. 6.2; Urs Schenker, a.a.O., S. 269).

### 5.4 Leistungen aus dem Term Sheet gemäss IFBC-Bewertung

[29] Die Anbieterin hat IFBC beauftragt, die sich aus dem *Term Sheet* ergebenden Wertvorteile („sich gegenüberstehende Leistungen, Nebenleistungen und Gegenleistungen“) zu ermitteln und zu bewerten (Sachverhalt lit. P).

[30] Die IFBC-Bewertung identifiziert und analysiert diese Leistungen bezüglich des jeweiligen Vor- oder Nachteils, der sich hieraus zugunsten von EQT oder der Stiftung ergibt, legt für die ermittelten Leistungen Bandbreiten fest und berechnet den Nettovorteil, der aus sämtlichen Leistungen resultiert. Die IFBC-Bewertung kommt zum Ergebnis, dass mit Blick auf die Einbringung der Kuoni A Aktien durch die Stiftung Netto-Wertvorteile zugunsten von EQT bestehen und diese eine zusätzliche Abgeltung im Umfang von CHF 74 bzw. 20% von CHF 370 erlauben bzw. mindestens ausgleichen.

[31] Die IFBC-Bewertung ermittelt folgende geldwerten Leistungen, welche die Stiftung zugunsten EQT erbringt:



- "EQT erlangt eine bedeutende Stellung als Aktionärin der Zielgesellschaft";
- "Eingeschränkte Exklusivitätsvereinbarung";
- "Regelung zum EXIT bzw. Drag Along Right".

#### 5.4.1 EQT erlangt eine bedeutende Stellung als Aktionärin der Zielgesellschaft

[32] Der IFBC-Bewertungsbericht stellt fest, dass die Kuoni A Aktien im Rahmen wichtiger Entscheidungen auf Stufe Generalversammlung eine gezielte Einflussnahme und die Ausübung von Vetorechten ermöglichen würden. Dies sei auf die Stimmkraft der Kuoni A Aktien in Kombination mit dem „*Grandfathering*“ und der Prozentvinkulierung zurückzuführen. Die Aufhebung dieses Zustandes sei aus heutiger Sicht wohl nur in Abstimmung mit der Stiftung realisierbar, welche von den in den Statuten vorgesehenen Rechten im Vergleich zu anderen Aktionären explizit profitiere. Folglich müsse die Stiftung auf ihr Recht verzichten, eine erhöhte Stimmkraft zu nutzen, damit eine Anbieterin trotz der geltenden Prozentvinkulierung einen bestimmenden Einfluss erlangen könne. Dieser Verzicht der Stiftung stelle eine Leistung zugunsten von EQT dar.

[33] Im Anwendungsbereich des vorausgegangenen Erwerbs war es bis zum 1. Mai 2013 gestattet, für ein grösseres Aktienpaket bei öffentlichen Übernahmen eine sog. Kontrollprämie zu bezahlen (gemäss der damaligen Rechtslage durfte der Mindestpreis eines Angebots maximal 25% unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten vor der Veröffentlichung des Angebotes für Aktien der Zielgesellschaft bezahlt hatte). Die Ausrichtung einer Kontrollprämie widersprach allerdings dem im Übernahmerecht geltenden fundamentalen Prinzip der Gleichbehandlung der Anleger (Botschaft vom 31. August 2011 zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch), BBl 2011 6883). Im Rahmen der per 1. Januar 2013 in Kraft getretenen Revision des Übernahmerechts wurde die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie abgeschafft.

[34] Im Anwendungsbereich der *Best Price Rule* war die Bezahlung einer Kontrollprämie noch nie zulässig.

[35] Es ist unbestritten, dass ein Anbieter ein Interesse daran haben kann, im Vorfeld eines Angebotes grössere Aktienpakete zu erwerben oder sich zu sichern. Dies erhöht die Chance des Zustandekommens des Angebotes und ermöglicht zudem ev. bereits eine Einflussnahme auf die Generalversammlungsbeschlüsse der Zielgesellschaft. Ebenso ist unbestritten, dass die Möglichkeit der Kontrolle einen ökonomischen Wert repräsentiert. In einem wie im andern Fall ist es wegen des Grundsatzes der Gleichbehandlung der Aktionäre jedoch nicht gestattet, für solche grösseren Aktienpakete eine separate Prämie zu bezahlen, ohne diese auch den Angebotsempfängern zukommen zu lassen.

[36] Dieser Wertungsentscheid des Gesetzgebers würde in Frage gestellt, wenn es einem Anbieter gestattet wäre, die einem Kontroll- oder grossen Aktienpaket inhärenten Vorteile als Nebenleis-



tung des Verkäufers separat zu vergüten. Die Möglichkeit der Bezahlung einer Kontrollprämie wäre durch die Hintertür (wieder) eingeführt.

[37] Gemäss dem IFBC-Bewertungsbericht besteht der Vorteil für EQT darin, dass EQT eine bedeutende Stellung als Aktionärin der Zielgesellschaft erlangt. Dabei handelt es sich um einen Vorteil, der in der Kontrollmöglichkeit besteht, die ein so grosses Aktienpaket wie dasjenige der Stiftung (25% der Stimmrechte) verschafft. Dazu gehört insbesondere die Möglichkeit, auf Stufe Generalversammlung gezielt Einfluss zu nehmen.

[38] Aufgrund des Wertungsentscheides des Gesetzgebers kann diese Kontrollmöglichkeit jedoch nicht separat und zusätzlich zum Preis abgegolten werden, der für die Kuoni A Aktien bezahlt wird. Das gleiche gilt für den Umstand, dass das bestehende „Grandfathering“ in Bezug auf die Prozentvinkulierung infolge Einbringung der Kuoni A Aktien untergeht. Dieses „Grandfathering“ bewirkte nur (aber immerhin) eine Verstärkung der Kontrollmöglichkeit für die Stiftung. Es könnte daher selbst dann nicht separat abgegolten werden, wenn es auf die Anbieterin übertragen würde; umso weniger ist eine Abgeltung als „Verzichtsentschädigung“ zulässig, also für den blossen Untergang des „Grandfathering“.

[39] Demnach kann der Wertvorteil "EQT erlangt eine bedeutende Stellung als Aktionärin der Zielgesellschaft" bei der Prüfung der Einhaltung der *Best Price Rule* nicht als Leistung der Stiftung berücksichtigt bzw. ausserhalb der *Best Price Rule* separat abgegolten werden.

#### 5.4.2 Eingeschränkte Exklusivitätsvereinbarung

[40] Das *Term Sheet* sieht eine eingeschränkte Exklusivität vor: Demnach ist es der Stiftung nicht gestattet, auf ein konkurrierendes Angebot einzugehen, sofern dieses für die Kuoni B Aktien nicht mindestens 10% über dem letzten Angebot von EQT liegt (vgl. Sachverhalt lit. J e). Die IFBC-Bewertung erkennt in dieser eingeschränkten Exklusivität eine geldwerte Leistung der Stiftung zugunsten von EQT, da für Letztere das Risiko eines Konkurrenzangebotes reduziert werde.

[41] Gemäss der Praxis der Übernahmekommission kann sich ein Aktionär grundsätzlich dazu verpflichten, seine Aktien im Rahmen eines Angebots anzudienen (sog. *Irrevocables*). Solche Verpflichtungen sind jedoch nicht (mehr) bindend, falls eine Konkurrenzofferte veröffentlicht wird. Denn es besteht ein öffentliches Interesse daran, dass Konkurrenzofferten ein Steigerungsverfahren auslösen. Dies darf durch private Abmachungen nicht verunmöglicht werden (sog. Auktionsregel, vgl. Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Jacques Iffland/Tino Gaberthüel, 3. Aufl. 2014, Rn 198 mit Nachweisen; Empfehlung 161/02 vom 11. Juni 2003 in Sachen *InCentive Capital AG*, Erw. 5.4.3: „Somit kann festgehalten werden, dass Art. 30 Abs. 1 BEHG i.V.m. mit Art. 49, 50 und 51 UEV-UEK für den Fall einer Konkurrenzofferte ein Steigerungsverfahren vorsehen. In diesem sollen sich die Vorzüge des unmittelbaren Wettbewerbs verschiedener Bieter zugunsten aller Aktionäre auswirken können, was im öffentlichen Interesse liegt.“).



[42] Vorliegend stellt sich die Frage, ob die Auktionsregel auch für Aktien gilt, die – wie die Kuoni A Aktie – nicht selbst Gegenstand eines öffentlichen Kaufangebotes sind. Die Übernahmekommission hatte diese Frage soweit ersichtlich noch nicht zu entscheiden.

[43] Für eine solche Ausdehnung des Anwendungsbereichs spricht zunächst der Wortlaut von Art. 133 Abs. 1 FinfraG. Demnach müssen bei konkurrierenden Angeboten „*die Inhaberinnen und Inhaber von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft das Angebot frei wählen können*“. Dabei wird nicht vorausgesetzt, dass es sich um Beteiligungspapiere handelt, auf die sich das Angebot bezieht.

[44] Nichts anderes ergibt sich aus Sinn und Zweck dieser Bestimmung: Wie erwähnt besteht im Bereich des Übernahmerechts ein öffentliches Interesse an einer möglichen Auktion. Das Beispiel der Kuoni A Aktien zeigt, dass auch Vereinbarungen in Bezug auf Aktien, welche nicht Gegenstand eines öffentlichen Kaufangebotes bilden, die Möglichkeit eines Steigerungsverfahrens erheblich einschränken können, falls der Erwerb der betreffenden Aktien für den Erfolg eines Konkurrenzangebots von präjudizieller Bedeutung ist. Das erwähnte öffentliche Interesse wäre daher nicht ausreichend geschützt, wenn solche Aktien vom Anwendungsbereich der Auktionsregel ausgenommen wären.

[45] Nach Gesagtem ist die im *Term Sheet* vorgesehene eingeschränkte Exklusivität übernahmerechtlich nicht gültig, da sie die Möglichkeit von Konkurrenzangeboten einschränkt und daher im Widerspruch zur Auktionsregel steht.

[46] Mangels übernahmerechtlicher Gültigkeit stellt die eingeschränkte Exklusivität auch keine geldwerte Leistung dar und ein Wertvorteil kann hieraus nicht abgeleitet werden.

#### **5.4.3 Regelung zum EXIT bzw. Drag Along Right**

[47] Der IFBC-Bewertungsbericht stellt fest, dass es sich beim *Drag Along Right* im spezifischen Kontext um eine Nebenleistung der Stiftung handle. Es könne ein Wertvorteil zugunsten von EQT identifiziert werden.

[48] Von Verkäufern grösserer Aktienpakete werden regelmässig Zusicherungen und Gewährleistungen (*Representations* und *Warranties*) abgegeben sowie Handlungs- und Unterlassungspflichten (*Covenants*) übernommen. Bei gemeinsamen (Gross-)Investoren ist die Vereinbarung von Vorhand- und Vorkaufsrechten sowie von Mitverkaufsrechten und -pflichten üblich. Derartige vertraglichen Zusicherungen, Vereinbarungen etc. werden zwischen den Vertragsparteien üblicherweise nicht separat vergütet, obwohl sie durchaus einen Wert haben können.

[49] Wäre es gestattet, solche vertragsüblichen Klauseln unter dem Blickwinkel der *Best Price Rule* separat abzugelten, hätten es die Parteien in der Hand, über diesen Umweg im Ergebnis eine (Kontroll-)Prämie zu bezahlen. Denn solche Klauseln gehören typischerweise zum Vertragsinhalt grosser Aktienkauf- oder Investorenverträge, im Gegensatz zum Erwerb kleiner Aktienpositionen, z.B. über die Börse.



[50] Diese Auffassung wird auch durch eine Rechtsvergleichung gestützt: In Deutschland und Österreich geben Verkäufer von kontrollierenden Aktienpaketen ebenfalls regelmässig Garantien und Gewährleistungen ab. Gleichwohl gab es – soweit ersichtlich – bisher noch keinen Fall, in dem geltend gemacht wurde, der Wert solcher Zusicherungen sei auszugleichen (vgl. Luc Thévenoz/Lukas Roos, Die sogenannte Kontrollprämie im Übernahmerecht, SZW, 6/2011, 612 ff, 623).

[51] Mit Blick auf das *Drag Along Right* ist hieraus folgendes abzuleiten: Bei diesem Recht handelt es sich um eine für derartige Verträge übliche Vertragsbestimmung. Der Angebotsprospekt selbst enthält einen entsprechenden Hinweis (Angebotsprospekt D 3.2): „*Schliesslich haben die Parteien für diese Art von Transaktion übliche gegenseitige Rechte und Pflichten im Zusammenhang mit dem Exit vereinbart, einschliesslich Vorhand- und Vorkaufsrechte sowie Mitverkaufsrechte und Mitverkaufsverpflichtungen, wobei sichergestellt wurde, dass die Stiftung mindestens in einem Geschäftsbereich investiert bleiben kann.*“ Als üblicher Vertragsbestandteil darf das *Drag Along Right* im Anwendungsbereich der *Best Price Rule* jedoch nicht als geldwerte Leistung berücksichtigt und abgegolten werden.

[52] Demnach kann der Wertvorteil "*Regelung zum EXIT bzw. Drag Along Right*" bei der Prüfung der Einhaltung der *Best Price Rule* nicht als Leistung der Stiftung berücksichtigt bzw. ausserhalb der *Best Price Rule* separat abgegolten werden.

## 5.5 Fazit

[53] Nach Gesagtem ist festzustellen, dass keine der drei erwähnten Leistungen der Stiftung bzw. Wertvorteile zugunsten von EQT („*EQT erlangt eine bedeutende Stellung als Aktionärin der Zielgesellschaft*“; „*ingeschränkte Exklusivität*“ und „*Regelung zum EXIT bzw. Drag Along Right*“) im Zusammenhang mit der Überprüfung der Einhaltung der *Best Price Rule* berücksichtigt bzw. ausserhalb der *Best Price Rule* separat abgegolten werden darf.

[54] Dies bedeutet, dass jede allfällige Erbringung von zusätzlichen geldwerten Leistungen durch EQT zugunsten der Stiftung die *Best Price Rule* verletzen würde und eine entsprechende Erhöhung des Angebotspreises zur Folge hätte.

[55] Allerdings ist bei der vorliegenden Transaktion aufgrund des speziellen Preisfestlegungsmechanismus (vgl. Sachverhalt lit. L) offen, ob und in welchem Umfang solche Leistungen zugunsten der Stiftung tatsächlich erbracht werden. Die Prüfstelle hat dies zu gegebener Zeit zu prüfen (vgl. sogleich Erw. 5.6).

## 5.6 Prüfung der Einhaltung der Best Price Rule durch die Prüfstelle

[56] Für den Zeitraum bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist hat die Prüfstelle zu gegebener Zeit zu bestätigen, dass die *Best Price Rule* eingehalten wurde (Art. 28 Abs. 1 lit. d UEV).



[57] Die Prüfstelle hat namentlich zu prüfen, ob neben dem Kaufpreis für die Kuoni A Aktien zwischen EQT und der Stiftung Leistungen, Nebenleistungen und Gegenleistungen vereinbart oder ausgetauscht wurden (insbesondere, aber nicht nur aus dem *Term Sheet*) und die sich allenfalls daraus ergebenden Wertvorteile zu berechnen. Dabei hat die Prüfstelle zu berücksichtigen, dass die von der Anbieterin gestützt auf die IFBC-Bewertung geltend gemachten geldwerten Leistungen („EQT erlangt eine bedeutende Stellung als Aktionärin der Zielgesellschaft“; „eingeschränkte Exklusivität“ und „Regelung zum EXIT bzw. Drag Along Right“) nicht als Leistungen der Stiftung berücksichtigt bzw. angerechnet werden dürfen (vgl. Erw. 5.5).

[58] Falls die Leistungen der Anbieterin und der mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen netto einen Überschuss zugunsten der Stiftung ergeben, hat die Prüfstelle anzugeben, um wie viel der Angebotspreis für die Kuoni B Aktien zu erhöhen ist.

—

## 6. Bedingungen

[59] Nach Art. 8 Abs. 1 UEV muss der Anbieter innerhalb von sechs Wochen nach der Voranmeldung einen Angebotsprospekt veröffentlichen, der den Konditionen der Voranmeldung entspricht.

[60] Die Bedingungen des Angebotsprospekts waren bereits in der Voranmeldung enthalten. Im Vergleich zur Voranmeldung wurde lediglich der Wortlaut der Bedingungen b) i) bis iii), g) sowie h) mit Einschüben ergänzt, welche die in den jeweiligen Bedingungen genannten Unternehmensgrössen (d.h. EBIT, konsolidierter Umsatz, konsolidiertes Eigenkapital, konsolidierte Bilanzsumme) ins Verhältnis zu den entsprechenden Werten gemäss Ergebnisvorschau (*results preview*) der Kuoni Gruppe im Geschäftsjahr 2015 stellen.

### 6.1 Bedingung a) Mindestandienungsquote

[61] Wenn ein Anbieter sein Angebot an das Erreichen einer Mindestbeteiligung an der Zielgesellschaft knüpft, darf die diesbezügliche Schwelle nicht unrealistisch hoch sein. Andernfalls würde es im Belieben des Anbieters stehen, ein Angebot, das auf Grund einer nicht realistischen Bedingung von Anfang an zum Scheitern verurteilt wäre, mittels Verzicht auf die entsprechende Bedingung als zustande kommen zu erklären. Eine solche Bedingung käme einer unzulässigen Postestativbedingung i.S.v. Art. 13 Abs. 2 UEV gleich.

[62] Die Bedingung a) sieht vor, dass „mindestens 67% aller Stimmrechte und zumindest mehr als 50% des am Ende der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist ausstehenden Aktienkapitals von Kuoni entsprechen.“ Es ist realistisch, dass diese Schwellenwerte erreicht werden (vgl. Verfügung 621/01 vom 21. Dezember 2015 in Sachen *Micronas Semiconductor Holding AG*, Erw. 6.1; Verfügung 576/01 vom 29. September 2014 in Sachen *Nobel Biocare Holding AG*, Erw. 6.1; Verfügung 548/01 vom 2. Oktober 2013 in Sachen *Acino Holding AG*, Erw. 6.1). Die Bedingung a) ist demnach bis zum Ende der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist zulässig.

—  
—



## 6.2 Bedingung b) Wettbewerbsrechtliche Freistellung

[63] Derartige Bedingungen sind gemäss Praxis der Übernahmekommission bis zum Ablauf der Nachfrist zulässig (vgl. Verfügung 576/01 vom 29. September 2014 in Sachen *Nobel Biocare Holding AG*, Erw. 6.2). Hinsichtlich der Auswirkungen bei Umsatz, EBIT und Eigenkapital gelten die gleichen Schwellenwerte wie für *No Material Adverse Change*-Klauseln (MAC-Klauseln; vgl. Empfehlung 382/01 vom 26. September 2008 in Sachen *Ciba Holding AG*, Erw. 5.2). Demnach sind Einbussen wesentlich, wenn sie bei EBIT und Eigenkapital mindestens 10% und beim Umsatz mindestens 5% betragen, je gemäss konsolidierter Konzernrechnung der Zielgesellschaft (sog. Wesentlichkeitsschwellen; Verfügung 410/01 vom 29. Mai 2009 in Sachen *Quadrant AG*, Erw. 6.2).

[64] Vorliegend sind die Erfordernisse an die Wesentlichkeit eingehalten. Die Schwellenwerte für die wesentlichen nachteiligen Auswirkungen entsprechen der erwähnten Praxis. Bedingung (b) ist damit zulässig.

## 6.3 Bedingungen c) bis i)

[65] Die Bedingungen i) [Keine Untersagung], e) [Aufhebung statutarische Bestimmungen] und f) [Eintragung in das Aktienbuch der Zielgesellschaft] sind bis zum Vollzug des Angebots zulässig (vgl. Verfügung 576/01 vom 29. September 2014 in Sachen *Nobel Biocare Holding AG*, Erw. 6.2; Verfügung 450/01 vom 20. August 2010 in Sachen *Day Software Holding AG*, Erw. 6.2, 6.3 und 6.5).

[66] Die Bedingung c) [No MAC] ist bis zum Ende der Angebotsfrist zulässig (vgl. Verfügung 551/01 vom 25. November 2013 in Sachen *Tornos Holding AG*, Erw. 6). Die Wesentlichkeitsschwellen entsprechen der Praxis der der Übernahmekommission (vgl. Erw. 6.2).

[67] Die Bedingungen d) [Rücktritt von Mitgliedern des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft / Mandatsverträge] und g) [Keine nachteiligen Beschlüsse der Generalversammlung der Zielgesellschaft] sind grundsätzlich bis zum Vollzug des Angebots zulässig, längstens jedoch bis zur nächsten Generalversammlung (vgl. Verfügung 576/01 vom 29. September 2014 in Sachen *Nobel Biocare Holding AG*, Erw. 6.2; Verfügung 450/01 vom 20. August 2010 in Sachen *Day Software Holding AG*, Erw. 6.6 und 6.7). Der auf Bedingung g) anwendbare Schwellenwert entspricht rund 10% der konsolidierten Bilanzsumme und somit den von der Übernahmekommission akzeptierten Schwellenwerten.

[68] Die Bedingung h) [Keine Verpflichtung zum Erwerb oder zur Veräusserung wesentlicher Vermögenswerte oder zur Aufnahme oder Rückzahlung wesentlicher Fremdkapitalbeträge] ist ebenfalls grundsätzlich bis zum Vollzug des Angebots zulässig, längstens jedoch bis zur nächsten Generalversammlung (vgl. Verfügung 410/01 vom 29. Mai 2009 in Sachen *Quadrant AG*, Erw. 6.4). Der Schwellenwert von 10% der konsolidierten Bilanzsumme entspricht der Praxis der



Übernahmekommission.

—

## 7. Bedeutende Aktionäre von Kiwi

[69] Gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. b UEV hat der Angebotsprospekt Angaben über die Identität der Aktionärinnen und Aktionäre oder der Aktionärsgruppen zu enthalten, die über mehr als 3% der Stimmrechte verfügen, sowie den Prozentsatz ihrer Beteiligung anzugeben. Anzugeben sind die direkt haltenden Aktionäre und die allenfalls dahinterstehenden wirtschaftlich Berechtigten (vgl. Art. 9 Abs. 1 BEHV-FINMA sowie die Empfehlung 171/02 vom 21. August 2003 in Sachen *EIC Electricity SA*, Erw. 6.1).

[70] Angebotsprospekt B 1 enthält die diesbezüglichen Angaben.

—

## 8. Verwaltungsratsbericht von Kuoni

[71] Nach Art. 132 Abs. 1 FinfraG legt der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einen Bericht vor, in dem er zum Angebot Stellung nimmt. Der Bericht muss alle Informationen enthalten, die notwendig sind, damit die Angebotsempfänger ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können. Für weitere Einzelheiten sei auf die gesetzlichen Bestimmungen verwiesen (Art. 30 ff. UEV).

### 8.1 Empfehlung und Interessenkonflikte

[72] Der Verwaltungsrat von Kuoni hat unter Berücksichtigung einer bei N+1 Swiss Capital AG, Zürich, in Auftrag gegebenen *Fairness Opinion* einstimmig entschieden, das öffentliche Kaufangebot zur Annahme zu empfehlen.

[73] Der Verwaltungsrat von Kuoni setzt sich zusammen aus Heinz Karrer (Präsident), Adrianus Nühn (Vizepräsident), Jae Hyun Lee, John Lindquist, David Schnell, Annette Schömmel und Selina Neri. Die Geschäftsleitung von Kuoni besteht aus Zubin Karkaria (CEO), Thomas Peyer (CFO), Ivan Walter (GTD-CEO) und Rolf Schafroth (GTS-CEO).

[74] Die Mitglieder des Verwaltungsrates werden per Vollzugstag des Angebots zurücktreten. Mit den Geschäftsleitungsmitgliedern hat die Anbieterin keine separaten Entschädigungsvereinbarungen getroffen.

[75] David Schnell (er ist auch Präsident des Verwaltungsrates von IFBC) ist neben seinem Mandat als Verwaltungsrat von Kuoni auch Stiftungsrat der Stiftung. Im Zusammenhang mit dem vorliegenden Angebot ist David Schnell zwar als Stiftungsrat in den Ausstand getreten, nicht jedoch als Verwaltungsrat von Kuoni. Er befindet sich jedoch auch in dieser Position in einem Interessenkonflikt, da die Stiftung mit der Anbieterin zusammen als Investorin auftritt und an Kuoni betei-

—

—

—



ligt bleiben wird (vgl. Sachverhalt lit. J). Infolgedessen handelt die Stiftung in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin und hat ein eigenes Interesse am Zustandekommen des Angebots. David Schnell befindet sich daher in einem Interessenkonflikt, der sich jedoch nicht zum Nachteil der Angebotsempfänger auswirkt, da sich der Verwaltungsrat von Kuoni bei der Beurteilung des Angebots auf eine *Fairness Opinion* stützt.

[76] Die übrigen Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung befinden sich in keinem Interessenkonflikt.

[77] Der Bericht des Verwaltungsrats enthält die gemäss Art. 32 UEV erforderlichen Angaben bezüglich der Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung (vgl. dazu Verwaltungsratsbericht, Ziff. 5).

## 8.2 Fairness Opinion

[78] N+1 Swiss Capital AG (N+1) wurde mit der Prüfung der finanziellen Angemessenheit des vorliegenden Angebots beauftragt (**Fairness Opinion**).

[79] N+1 ist gemäss Verfügung 491/01 vom 27. September 2011 in Sachen *Swiss Capital Corporate Finance AG* (inzwischen umfirmiert in N+1 Swiss Capital AG) für die Erstellung von *Fairness Opinions* im Rahmen öffentlicher Kaufangebote befähigt.

[80] N+1 hat die drei Divisionen *GTD*, *GTS* und *VFS* separat mittels der *Discounted Cash Flow-Analyse* (*DCF-Methode*) bewertet und die Ergebnisse addiert, unter Abzug des Wertes der Gruppenkosten. Die Resultate der *DCF-Methode* wurden mit weiteren Bewertungsmethoden plausibilisiert (*Comparable Companies*, *Precedent Transactions*, *Share Price and Current Research Analyst Estimates* und *Takeover Premia*). Die *DCF-Methode* ergab eine Wertbandbreite von CHF 296 bis CHF 347 pro Kuoni B Aktie und in einer Punktschätzung einen Wert von CHF 319. Infolgedessen erachtet N+1 den Angebotspreis von CHF 370 pro Kuoni B Aktie aus finanzieller Sicht als fair, da er die Wertbandbreiten deutlich überschreitet, die sich aus der *DCF-Methode* und den weiteren Bewertungsmethoden ergeben.

[81] Die von N+1 für ihre Meinungsbildung verwendeten Informationen und Bewertungsmethoden, die Bewertungsannahmen und die angewandten Parameter sowie deren Herleitung sind in der *Fairness Opinion* offengelegt. Die Angebotsempfänger können die Einschätzung von N+1 nachvollziehen und ihren Entscheid über die Annahme oder Ablehnung des Angebots in Kenntnis der Sachlage treffen. Die *Fairness Opinion* ist transparent, plausibel und nachvollziehbar und damit i.S.v. Art. 30 Abs. 5 UEV hinreichend begründet.

## 8.3 Jahres- oder Zwischenabschluss

[82] Gemäss Praxis der Übernahmekommission dürfen zwischen dem Bilanzstichtag des letzten veröffentlichten Jahres- oder Zwischenabschlusses der Zielgesellschaft und dem Ende der Ange-



botsfrist nicht mehr als sechs Monate vergangen sein. Zudem hat der Verwaltungsrat Angaben über wesentliche Änderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der Geschäftsaussichten zu machen, die seit der letzten Veröffentlichung des Jahres- oder Zwischenberichts eingetreten sind (vgl. Verfügung 0430/01 in Sachen *Cham Paper Group Holding AG* vom 2. Dezember 2009, Erw. 7.1; Empfehlung 348/01 vom 7. Januar 2008 in Sachen *SEZ Holding AG*, Erw. 6.1.1).

[83] Der konsolidierte und geprüfte Jahresabschluss der Gesellschaft per 31. Dezember 2015 wird am 15. März 2016 veröffentlicht. Die Angebotsfrist soll am 14. März 2016 zu laufen beginnen und frühestens am 12. April 2016 enden. Damit werden zwischen dem Bilanzstichtag des Jahresabschlusses per 31. Dezember und dem Ende der Angebotsfrist weniger als sechs Monate vergangen sein. Der Bericht des Verwaltungsrates bestätigt zudem, dass sich seit dem 30. September 2015 (Stichtag des Neunmonatsberichts 2015), keine wesentlichen Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder in den Geschäftsaussichten der Zielgesellschaft ergeben haben.

[84] Damit entspricht der Bericht des Verwaltungsrats insoweit den gesetzlichen Anforderungen.

#### **8.4 Übrige Informationen**

[85] In Bezug auf die Offenlegung weiterer Informationen entspricht der Bericht des Verwaltungsrats den gesetzlichen Anforderungen.

—

#### **9. Verfahrens Antrag (Antrag Ziff. 3)**

[86] Die Verfahrensrechte der Gesuchstellerin werden durch die einschlägigen Erlasse, insbesondere UEV und VwVG geregelt. Dabei gibt es - zusätzlich zum allgemeinen rechtlichen Gehör - keinen Anspruch, im Fall der nicht vollständigen Gutheissung eines Antrags vor Erlass der Verfügung nochmals angehört zu werden. Antrag Ziff. 3 ist daher abzuweisen.

—

#### **10. Publikation**

[87] Die vorliegende Verfügung wird antragsgemäss am Tag der Publikation des Angebotsprospekts auf der Webseite der Übernahmekommission veröffentlicht (Art. 138 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 65 Abs. 1 UEV).

—

#### **11. Gebühr**

[88] Gemäss Art. 117 Abs. 2 FinfraV wird die Gebühr im Verhältnis zum Wert der Transaktion berechnet. Dies bedeutet, dass hierfür sämtliche vom Angebot erfassten Titel (Beteiligungspapire und/oder Finanzinstrumente) sowie jene Titel einbezogen werden, welche in den zwölf Mona-

—

—

—



ten vor der Veröffentlichung des Angebots erworben wurden (vgl. Verfügung 542/02 vom 2. September 2013 in Sachen *Società Elettrica Sopracenerina SA*, Erw. 10).

[89] Gemäss Angebotsprospekt umfasst das Angebot 3'675'825 Kuoni B Aktien zum Angebotspreis von CHF 370. Ein vorausgegangener Erwerb hat nicht stattgefunden. Der Wert des gesamten Angebots liegt somit bei CHF 1'360'055'250. Daraus ergibt sich gestützt auf Art. 117 Abs. 2 und 3 FinfraV die Maximalgebühr von CHF 250'000.

—



### Die Übernahmekommission verfügt:

1. Das öffentliche Kaufangebot von Kiwi Holding IV S.à r.l. an die Aktionäre von Kuoni Reisen Holding AG entspricht den gesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote.
2. Es wird festgestellt, dass die Einbringung von 1'249'500 Namenaktien von Kuoni Reisen Holding AG mit einem Nennwert von je CHF 0.20 (Kuoni A Aktien) durch die Kuoni und Hugentobler-Stiftung in die Kiwi Holding III S.A. der *Best Price Rule* untersteht.
3. Es wird festgestellt, dass die im *Term Sheet* vom 1. Februar 2016 zwischen der Kuoni und Hugentobler-Stiftung und der Kiwi Holding II S.A. vorgesehene eingeschränkte Exklusivität übernahmerechtlich unzulässig ist.
4. Die Prüfstelle wird angewiesen, zu gegebener Zeit die Einhaltung der *Best Price Rule* zu bestätigen. Die Prüfstelle hat dabei namentlich zu prüfen, ob neben dem Kaufpreis, der für die gemäss Disp.-Ziff. 2 eingebrachten Kuoni A Aktien bezahlt wird, zwischen der Anbieterin (und der mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen) sowie der Kuoni und Hugentobler-Stiftung weitere geldwerte Leistungen (insbesondere, aber nicht nur aus dem *Term Sheet*) ausgetauscht werden und die sich allenfalls daraus ergebenden Wertvorteile zu berechnen. Dabei hat die Prüfstelle zu berücksichtigen, dass die Leistungen
  - „EQT erlangt eine bedeutende Stellung als Aktionärin der Zielgesellschaft“,
  - „Eingeschränkte Exklusivitätsvereinbarung“,
  - „Regelung zum EXIT bzw. Drag Along Right“,

bei der Prüfung der Einhaltung der *Best Price Rule* nicht berücksichtigt bzw. als Leistung der Kuoni und Hugentobler-Stiftung angerechnet werden dürfen. Falls die Leistungen der Anbieterin (und der mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen) netto einen Überschuss bilden, hat die Prüfstelle anzugeben, um wie viel der Angebotspreis für die Kuoni B Aktien zu erhöhen ist.

5. Antrag Ziff. 3 wird abgewiesen.
6. Diese Verfügung wird am Tag der Publikation des Angebotsprospekts auf der Webseite der Übernahmekommission veröffentlicht.
7. Die Gebühr zu Lasten von Kiwi Holding IV S.à r.l. beträgt CHF 250'000.

Der Präsident:

Thomas A. Müller

—

—

—



**Diese Verfügung geht an die Parteien:**

- Kiwi Holding IV S.à r.l., vertreten durch Dr. iur. Dieter Dubs, Bär & Karrer AG;
- Kuoni Reisen Holding AG, vertreten durch Dr. iur. Daniel Hasler, Homburger AG.

**Mitteilung an:**

- Ernst & Young AG (Prüfstelle);

**Rechtsmittelbelehrung:**

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

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

—

**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. 4 UEV).

—