



## Verfügung 623/02

vom 30. März 2016

### Öffentliches Kaufangebot von Kiwi Holding IV S.à r.l. an die Aktionäre von Kuoni Reisen Holding AG – Einsprache

#### Sachverhalt:

##### A.

Mit Verfügung 623/01 vom 25. Februar 2016 in Sachen *Kuoni Reisen Holding AG* (**Verfügung 623/01**) stellte die Übernahmekommission fest, dass das öffentliche Kaufangebot von Kiwi Holding IV S.à r.l. (**Kiwi** oder **Anbieterin**) für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Kuoni Reisen Holding AG (**Kuoni** oder **Zielgesellschaft**) mit einem Nennwert von je CHF 1.00 (**Kuoni B Aktien**) den gesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote entspricht.

##### B.

Im Weiteren stellte die Übernahmekommission mit dieser Verfügung fest, 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 (**Stiftung** oder **Einsprecherin**) in die Kiwi Holding III S.A. (**Einbringung**) der *Best Price Rule* untersteht (Verfügung 623/01, Dispo.-Ziff. 2). Zudem wurde die Prüfstelle angewiesen, zu gegebener Zeit die Einhaltung der *Best Price Rule* zu bestätigen und dabei namentlich zu prüfen, ob neben dem Kaufpreis, der für die eingebrachten Kuoni A Aktien bezahlt wird, zwischen der Anbieterin (und den mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen) sowie der 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 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 (Verfügung 623/01, Dispo.-Ziff. 4).

##### C.

Die Verfügung 623/01 wurde am Tag der Veröffentlichung des Angebotsprospekts (29. Februar 2016) auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.



**D.**

Mit verfahrensleitender Verfügung vom 4. März 2016 wurde der qualifizierten Aktionärin Veraison SICAV (**Veraison**) im vorliegenden Verfahren Parteistellung gewährt.

**E.**

Mit Eingabe vom 7. März 2016 erhob die Stiftung bei der Übernahmekommission Einsprache gegen die Verfügung 623/01. Die Stiftung stellt folgende Anträge:

1. *Die Ziffern 2 und 4 des Dispositivs der Verfügung seien aufzuheben, und es sei festzustellen, dass eine 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 der Best Price Rule nicht untersteht.*
2. *Eventualiter sei Ziffer 4 des Dispositivs der Verfügung aufzuheben und neu wie folgt zu formulieren:  
„Die Prüfstelle wird angewiesen, bei der Prüfung der Einhaltung der Best Price Rule sich auf den Grundsatz der relativen Gleichbehandlung von Art. 127 Abs. 2 FinfraG zu stützen und angemessen zu berücksichtigen (und entsprechend als Leistung der Kuoni und Hugentobler-Stiftung anzurechnen), dass es sich bei den einzubringenden Kuoni A Aktien um eine wesentlich andere Art von Beteiligungspapieren handelt als bei den vom Angebot erfassten Kuoni B Aktien.“*

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

**F.**

Die Anbieterin und die Zielgesellschaft nahmen innert Frist zur Einsprache der Stiftung Stellung. Die Anbieterin ist der Ansicht, dass es sich bei der Einbringung der Kuoni A Aktien um einen vorausgegangenen Erwerb handelt. Sie macht zudem Ausführungen zum angemessenen Verhältnis für verschiedene Arten von Beteiligungspapieren gemäss Art. 127 Abs. 2 FinfraG. Die Zielgesellschaft unterstützt die Anträge der Stiftung ausdrücklich. Auf diese Stellungnahmen wird soweit erforderlich in den Erwägungen eingegangen.

**G.**

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. Parteistellung und Einsprache

[1] Qualifizierte Aktionäre mit mindestens drei Prozent der Stimmrechte (vgl. Art. 139 Abs. 3 FinfraG), die bisher am Verfahren nicht teilgenommen haben, können innerhalb von fünf Börsentagen nach der ersten zum Angebot veröffentlichten Verfügung Einsprache erheben (Art. 58 Abs. 1 UEV). Die Veröffentlichung auf der Webseite der Übernahmekommission ist fristauslösend (vgl. Art. 57 Abs. 1bis UEV).

[2] Die Stiftung verfügt über eine Beteiligung von 25% der Stimmrechte und 6.25% des Kapitals an der Zielgesellschaft (vgl. Verfügung 623/01, Sachverhalt lit. A). Die Verfügung 623/01 wurde am 29. Februar 2016 auf der Webseite der Übernahmekommission aufgeschaltet. Die Einsprache ist am 7. März 2016 bei der Übernahmekommission eingegangen und somit rechtzeitig innert fünf Börsentagen nach der Veröffentlichung der Verfügung erfolgt.

[3] Demnach erhält die Stiftung Parteistellung und auf die Einsprache wird eingetreten.

[4] In diesem Zusammenhang weist die Stiftung darauf hin, dass sie aufgrund ihres Handelns in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin gemäss Art. 56 Abs. 1 UEV bereits im Verfahren, welches zum Erlass der Verfügung 623/01 geführt hat, Parteistellung hätten erhalten müssen. Der Umstand, dass dies nicht erfolgte, wird indes durch das vorliegende Einspracheverfahren geheilt, in welchem die Stiftung volle Parteirechte erhält und die Übernahmekommission mit uneingeschränkter Kognition nochmals entscheidet.

—

### 2. Best Price Rule

#### 2.1 Grundsatz

[5] Nach Art. 10 Abs. 1 UEV muss ein Anbieter, der von der Veröffentlichung des Angebotes bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erwirbt, diesen Preis allen Empfängern des Angebots anbieten (*Best Price Rule*).

#### 2.2 Antrag 1

[6] Die Stiftung beantragt, es sei festzustellen, dass die Einbringung der 1'249'500 Kuoni A Aktien durch die Stiftung nicht der *Best Price Rule* unterstehe (Antrag 1).

[7] Sie begründet dies damit, dass die *Best Price Rule* auf die Kuoni A Aktien keine Anwendung finde, da diese weder kotiert noch Gegenstand des Angebots seien. Dies ergebe sich aus Art. 9 Abs. 2 Satz 2 UEV, der Folgendes festhalte: „*Erstreckt sich das Angebot zudem auf nicht kotierte*

—

—

—



*Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft oder auf Beteiligungsderivate, so gilt der Gleichbehandlungsgrundsatz auch für diese.*" Dies bedeute im Umkehrschluss, dass das übernahmerechtliche Gleichbehandlungsgebot keine Anwendung finde, wenn nicht kotierte Aktien vom Angebot nicht erfasst seien. Die von der Übernahmekommission vorgenommene Ausdehnung der *Best Price Rule* auf die Kuoni A Aktien stehe im Widerspruch zu Art 9 Abs. 2 Satz 2 UEV.

[8] Zudem sei von Bedeutung, dass die Stiftung gemäss ihrem Stiftungszweck weiterhin langfristig in der Zielgesellschaft investiert bleibe. Gemäss Art 2. Abs. 1 der Stiftungsurkunde habe die Stiftung den Konzern der Zielgesellschaft „unter der Aufrechterhaltung des bisherigen Gesellschaftszwecks auf solider Grundlage dauernd zu erhalten.“ Dieses langfristige Engagement der Stiftung komme denn auch im *Term Sheet* (vgl. hierzu Verfügung 623/01, Sachverhalt lit. J) wiederholt zum Ausdruck. Die Einbringung sei keine Veräusserung, da die Stiftung dauerhaft an der Zielgesellschaft beteiligt bleibe. Die Stiftung „parkiere“ ihre Beteiligung lediglich für eine gewisse Zeit in einer gemeinsam mit ihrer Partnerin EQT gehaltenen *Joint-Venture*-Struktur (vgl. hierzu Verfügung 623/01, Sachverhalt lit. E).

[9] Schliesslich stehe die Stiftung neben EQT auf Seiten der Anbieterin, nicht auf der Seite der Empfänger des Angebots. Als Teil der Anbietergruppe habe sie das für die Publikumsaktionäre sehr vorteilhafte Angebot erst ermöglicht und sei „Enabler“ der Transaktion. Unter einer teleologischen Betrachtung wolle die *Best Price Rule* nur die Leistungen der Anbietergruppe an die Angebotsempfänger (d.h. einzig und allein an die Inhaber von Kuoni B Aktien) erfassen und nicht das Verhältnis innerhalb der Anbietergruppe.

## 2.3 Anwendungsbereich des Gleichbehandlungsgrundsatzes

[10] Art. 9 Abs. 1 UEV hält fest, dass der Gleichbehandlungsgrundsatz für alle Kategorien von Beteiligungspapieren und für alle Beteiligungsderivate gilt, auf die sich das Angebot bezieht. Gemäss Abs. 2 dieser Norm muss sich ein Angebot auf alle Kategorien von kotierten Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft erstrecken. Erstreckt sich das Angebot zudem auf nicht kotierte Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft oder auf Beteiligungsderivate, so gilt der Gleichbehandlungsgrundsatz auch für diese.

[11] Die Übernahmekommission verkennt nicht und stimmt der Einsprecherin darin zu, dass hieraus folgt, dass der Grundsatz der Gleichbehandlung grundsätzlich keine Anwendung auf Beteiligungspapiere findet, auf die sich das Angebot *nicht* bezieht (statt vieler Verfügung 416/03 vom 28. Dezember 2009 in Sachen *Jelmoli Holding AG*, Erw. 1.2; Verfügung des Übernahmeausschusses der FINMA vom 8. Juli 2009 betreffend öffentliches Kaufangebot der Aquamit B.V. für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Quadrant AG, Rn 57; Verfügung 378/02 vom 20. Januar 2009 in Sachen *Speedel Holding AG*, Erw. 2.2; Empfehlung 304/1 vom 8. Januar 2007 in Sachen *Serono S.A.*, Erw. 5.2.2; Tatjana Linder, Die Best Price Rule im Schweizerischen Übernahmerecht, S. 35 und 118; Dieter Gericke/Karin Wiedmer, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), Rn 24 und 41 zu Art. 9).



## 2.4 Anwendungsbereich der Best Price Rule

[12] Davon zu unterscheiden ist jedoch der Anwendungsbereich der *Best Price Rule*. Die *Best Price Rule* schützt die *Angebotsempfänger* davor, dass die Anbieterin ab der Veröffentlichung des Angebots bis sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist eine Beteiligungspapiere erwirbt, die über dem Angebotspreis liegen. Dabei stellt Art. 10 Abs. 1 UEV einzig auf den Erwerb von Beteiligungspapieren ab und unterscheidet weder zwischen kotierten und nicht kotierten noch zwischen vom Angebot erfassten und vom Angebot nicht erfassten Beteiligungspapieren.

[13] Im Gegensatz zum Gleichbehandlungsgrundsatz ist die *Best Price Rule* daher auch dann anwendbar, wenn das erworbene Beteiligungspapier *nicht* Gegenstand des Angebots ist (Dieter Gericke/Karin Wiedmer, a.a.O., Rn 4 zu Art. 10; Tatjana Linder, a.a.O., S. 118 f.; Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, S. 274, mit dem Argument, andernfalls könne "*der Anbieter z.B. Stimmrechtsaktien, die nicht kotiert sind, zunächst vom Angebot ausschliessen, dann aber dennoch mit einer hohen Prämie unter der Bedingung kaufen, dass das Angebot erfolgreich ist, und so das Gleichbehandlungsgebot unterlaufen*"; vgl. auch Urteil des Bundesverwaltungsgerichts in Sachen Quadrant AG vom 30. November 2010, Erw. 21.1 und Verfügung 416/03 vom 28. Dezember 2009 in Sachen *Jelmoli Holding AG*, Erw. 1.1 ff. beide betreffend Finanzinstrumente, wobei letztere Verfügung klarstellt, dass auf die in Frage stehenden Finanzinstrumente nur die *Best Price Rule*, nicht aber der Gleichbehandlungsgrundsatz anwendbar sei).

[14] Werden Beteiligungspapiere erworben, die nicht Gegenstand des Angebots sind, so findet die *Best Price Rule* allerdings nur insofern Anwendung, als dass sie sicherstellt, dass dieser Erwerb nicht zu einem Preis erfolgen darf, welcher über dem Angebotspreis liegt. Die Anwendung der *Best Price Rule* erfolgt mit anderen Worten einseitig, da nur die vom Angebot erfassten Beteiligungspapiere Schutzobjekt der *Best Price Rule* sind (Dieter Gericke/Karin Wiedmer, a.a.O., Rn 10 zu Art. 10: „Ob diese [gemeint sind die erworbenen] Beteiligungspapiere vom Angebot erfasst sind, spielt dabei nur insofern eine Rolle, als eine Schlechterstellung von Beteiligungspapieren, die nicht vom Angebot erfasst sind, übernahmerechtlich grundsätzlich zulässig ist“; Tatjana Linder, a.a.O., S. 118: „Die *Best Price Rule* gilt für jeden Erwerb von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft [...] selbst dann, wenn diese vom Angebot nicht erfasst sind. [...] Das Gleichbehandlungsgebot, aus welchem die *Best Price Rule* entstanden ist und welches in vielen Bereichen weiter reicht als die *Best Price Rule* gilt hingegen nicht für Beteiligungspapiere [...], welche nicht vom Angebot erfasst sind. Deshalb ist auch die Angemessenheit der Verhältnisse zwischen dem Preis für verschiedene Beteiligungspapiere nur für jene Kategorie von Beteiligungspapieren zu wahren, welche vom Angebot erfasst sind“; Urs Schenker, a.a.O., S. 268: „Auf diese preiserhöhende Wirkung der *Best-Price-Regel* können sich die Inhaber aller Beteiligungspapiere, die vom Angebot erfasst sind, berufen“; vgl. auch Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Jacques Iffland/Tino Gaberthüel, Öffentliche Kaufangebote, 3. Aufl. 2014, Rn 670 und 676).



## 2.5 Anwendung der Best Price Rule auf die Kuoni A Aktien

[15] Mit Blick auf die Kuoni A Aktien bedeutet dies, dass die *Best Price Rule* verletzt wird, falls Kuoni A Aktien zu einem höheren Preis erworben werden als demjenigen, welcher als Angebotspreis für die Kuoni B Aktien geboten wird. Mit anderen Worten: Die Kuoni A Aktien dürfen preislich nicht bessergestellt werden. Hingegen ist eine preisliche Schlechterstellung der Kuoni A Aktien im Vergleich zu den Kuoni B Aktien übernahmerechtlich grundsätzlich zulässig, da erstere nicht vom Angebot erfasst werden.

[16] Der von der Einsprecherin geltend gemachte Umstand, dass die Kuoni A Aktien dem Gleichbehandlungsgrundsatz nicht unterstehen, ändert daran nichts, da der Anwendungsbereich der *Best Price Rule* in Bezug auf die in Frage stehende Einbringung wie erwähnt weiter reicht als dieser Grundsatz.

## 2.6 Für die Anwendung der Best Price Rule unerhebliche Kriterien

[17] Der Umstand, dass die Stiftung langfristig in der Kiwi Holding III S.A. investiert zu bleiben beabsichtigt, ändert nichts daran, dass die Einbringung der Kuoni A Aktien in diese Gesellschaft als Veräusserung bzw. Erwerb zu qualifizieren ist. Ebenso ist die *Best Price Rule* entgegen der Ansicht der Stiftung gemäss Praxis der Übernahmekommission auch dann anwendbar, wenn der Erwerb zwischen Personen erfolgt, die im Hinblick auf das Angebot in gemeinsamer Absprache handeln (statt vieler Verfügung 542/01 vom 31. Juli 2013 in Sachen *Società Elettrica Sopracenerina SA*, Erw. 5.2; vgl. zur Praxis der Übernahmekommission Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Jacques Iffland/Tino Gaberthüel, a.a.O., Rn 673; Dieter Gericke/Karin Wiedmer, a.a.O., Rn 49 zu Art. 10; vgl. auch Urteil des Bundesverwaltungsgerichts in Sachen *Quadrant AG* vom 30. November 2010, Erw. 4.6 S. 32 f. zum vorausgegangenen Erwerb: „Aus der Perspektive des Gleichbehandlungsgrundsatzes stellt es keinen relevanten Unterschied dar, ob ein Hauptakteur der Anbietergruppe sein Paket von irgend einem Grossaktionär oder von einem anderen Gruppenmitglied erwirbt. In beiden Fällen ist davon auszugehen, dass der Erwerber die Aktien zum Marktpreis für das entsprechende Paket erworben hat. Erbringt der Veräusserer neben den Aktien noch andere wesentliche Leistungen im Kontext der Gruppe, so ist der bezahlte Preis um den Wert dieser Leistungen zu bereinigen (vgl. Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA). Die Zugehörigkeit zur Gruppe an sich stellt indessen keine derartige Nebenleistung dar. Der Veräusserer erzielt den Preis vielmehr – genau wie irgend ein anderer Grossaktionär – einzig aufgrund des Wertes seines Aktienpakets.“

[18] Schliesslich ist es für die Anwendung der *Best Price Rule* auch unerheblich, dass die Stiftung das vorliegende Angebot eventuell erst ermöglichte und dieses für die Angebotsempfänger vorteilhaft ist, da es in Bezug auf die *Best Price Rule* nur auf den Umstand der Veräusserung ankommt. Ohnehin hat die Stiftung auch ein Eigeninteresse an der vorliegenden Transaktion, bestehend aus dem öffentlichen Kaufangebot der Anbieterin und der Einbringung, da dies der Stiftung ermöglicht, die Kuoni A Aktien nennwertadjustiert zum gleichen (vorteilhaften) Preis einzubringen.





## 2.7 Fazit

[19] Nach Gesagtem ist die *Best Price Rule* auf die Einbringung der Kuoni A Aktien anwendbar. Die konkreten Umstände dieser Einbringung ändern daran nichts.

—

## 3. Einbringungspreis für die Kuoni A Aktien / Zusätzliche geldwerte Leistungen

### 3.1 Antrag 2

[20] Die Stiftung stellt den Eventualantrag, die Prüfstelle sei anzuweisen, sich bei der Prüfung der Einhaltung der *Best Price Rule* auf den Grundsatz der relativen Gleichbehandlung von Art. 127 Abs. 2 FinfraG zu stützen und angemessen zu berücksichtigen (und entsprechend als Leistung der Stiftung anzurechnen), dass es sich bei den einzubringenden Kuoni A Aktien um eine wesentlich andere Art von Beteiligungspapieren handelt als bei den vom Angebot erfassten Kuoni B Aktien (Antrag 2).

[21] Begründet wird dieser Antrag damit, die Übernahmekommission habe die *Best Price Rule* undifferenziert ausgelegt und dabei den Grundsatz der relativen Gleichbehandlung von Art. 127 Abs. 2 FinfraG verletzt, wonach das Angebot nur die Inhaber der "*Beteiligungspapiere derselben Art*" gleich behandeln müsse, nicht aber die Inhaber von Beteiligungspapieren verschiedener Kategorien. Die Übernahmekommission verkenne die vom Gesetzgeber gewollten Eigenheiten der Stimmrechtsaktien und missachte damit die Einheit der Rechtsordnung. Die spezifischen Eigenheiten von Stimmrechtsaktien müssten im Rahmen der *Best Price Rule* gerade dann anerkannt werden, wenn die Übernahmekommission die *Best Price Rule* auch auf die Stiftung als Teil der Anbietergruppe bzw. auf deren nicht kotierte und nicht vom Angebot erfasste Kuoni A Aktien ausdehne.

### 3.2 Angemessenes Preisverhältnis zwischen verschiedenen Aktienkategorien

[22] Werden verschiedene Aktienkategorien erworben, so müssen die Preise, welche für die beiden Aktienkategorien bezahlt werden, in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen (Empfehlung 329/03 vom 6. Oktober 2007 in Sachen *Unilabs S.A.*, Erw. 3 spricht von einem „vernünftigen Verhältnis“). Die Übernahmekommission überlässt es grundsätzlich dem Anbieter, die Kriterien für die Festlegung des Verhältnisses zwischen den Angebotspreisen für die verschiedenen Kategorien von Beteiligungspapieren festzusetzen (Empfehlung 329/03 vom 6. Oktober 2007 i.S. *Unilabs S.A.*, Erw. 3.3).

[23] Falls nur eine der beiden Aktienkategorien vom Angebot erfasst wird, so wird die *Best Price Rule* nur dann verletzt, wenn *diese* Aktienkategorie preislich (unangemessen) schlechter behandelt wird, da nur diese Aktienkategorie Schutzobjekt der *Best Price Rule* ist (vgl. Erw. 2.4; Tatjana Linder, a.a.O., S. 118 f.: „Deshalb ist auch die Angemessenheit des Verhältnisses zwischen dem Preis für verschiedene Beteiligungspapiere nur für jene Kategorien von Beteiligungspapieren zu wahren, welche vom Angebot erfasst sind.“; Dieter Gericke/Karin Wiedmer, a.a.O., Rn 10 zu Art. 10).

—

—

—



### 3.3 Abstellen auf Nennwerte als angemessenes Preisverhältnis

[24] Um das angemessene Verhältnis der Preise verschiedener Aktienkategorien zu bestimmen, kann (muss aber nicht) auf deren Nennwert abgestellt werden (Empfehlung 329/03 vom 6. Oktober 2007 in Sachen *Unilabs S.A.*, Erw. 3.3; Rudolf Tschäni/Hans-Jakob Diem/Jacques Iffland/Tino Gaberthüel, a.a.O., Rn 682: „Nicht vollends geklärt ist die Situation, in welcher der Anbieter andere als vom Angebot erfasste Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft erwirbt [...]. Soweit es sich bei den ausserhalb des Angebots erworbenen Beteiligungspapieren um nicht kotierte Aktien [...] handelt, erscheint es sachgerecht, den dafür bezahlten Preis nach Massgabe der Nennwertdifferenz proportional auf die vom Angebot erfassten Beteiligungspapiere umzurechnen, um zu ermitteln, ob die Best Price Rule eingehalten ist.“; Dieter Gericke/Karin Wiedmer, a.a.O., Rn 48 zu Art. 9, Rn 9 zu Art. 10; Tatjana Linder, a.a.O., S. 120, welche eine Referenzpreisermittlung auch anhand anderer Kriterien wie Liquidität, Übertragungsbeschränkung etc. erwägt).

[25] Ein solches Vorgehen eines Abstellens auf den Nennwert hat die Anbieterin 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 (vgl. Angebotsprospekt B 5, wobei darauf hingewiesen wird, dass die Stiftung zusätzlich eine Entschädigung für erbrachte Leistungen erhalten soll, soweit übernahmerechtlich zulässig). 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 (Verfügung 623/01, Erw. 5.2).

[26] Die von der Anbieterin (und der Stiftung) gewählte Methode des Abstellens auf den Nennwert der beiden Aktienkategorien entspricht wie erwähnt Lehre und Rechtsprechung. Sie ist zulässig, da das Abstellen auf den Nennwert jedenfalls keine preisliche Schlechterstellung der durch die *Best Price Rule* geschützten Kuoni B Aktien bewirkt.

[27] Bei diesem Ergebnis wird der Grundsatz der relativen Gleichbehandlung weder übersehen noch verkannt: Im Anwendungsbereich der *Best Price Rule* entspricht diesem Grundsatz das Prinzip, wonach die Preise verschiedener Aktienkategorien in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen müssen. Dieses Prinzip wird durch das Abstellen auf die Nennwerte der beiden Aktienkategorien eingehalten, da dies vorliegend eine preisliche Schlechterstellung der Kuoni B Aktien – und nur diese werden durch die *Best Price Rule* geschützt – ausschliesst.

### 3.4 Zusätzliche Leistungen

[28] Hingegen spielt der Grundsatz relativen Gleichbehandlung im Zusammenhang mit der Ermittlung und Bewertung von zusätzlichen geldwerten Leistungen keine Rolle. Er kann entgegen der Ansicht der Einsprecherin nicht herangezogen werden, um solche Leistungen zugunsten der Stiftung zu rechtfertigen. Die Ermittlung und Bewertung solcher Leistungen erfolgt in einem zweiten Schritt, und zwar unabhängig davon, ob verschiedene Aktienkategorien bestehen und nach welchen Kriterien das angemessene Preisverhältnis für diese festgelegt wurde. Werden in





diesem zweiten Schritt zusätzliche geldwerten Leistung festgestellt, hat dies eine entsprechende Erhöhung des Angebotspreises zur Folge.

### **3.5 Fazit**

[29] Antrag 2 ist nach Gesagtem ebenfalls abzuweisen.

—

### **4. Gebühr**

[30] Gemäss Art. 117 Abs. 5 FinfraV kann die Übernahmekommission in besonderen Fällen, namentlich wenn [...] eine qualifizierte Aktionärin der Übernahmekommission besonderen Aufwand verursacht, diese zur Entrichtung einer Gebühr verpflichten.

[31] Vorliegend überschreitet der durch die Einsprache verursachte Aufwand nicht das Mass, welches üblicherweise mit einer Einsprache einhergeht. Ein besonderer Fall im Sinne von Art. 117 Abs. 5 FinfraV ist daher nicht gegeben. Es wird daher darauf verzichtet, von der Stiftung eine Gebühr zu verlangen.

—

### **5. Publikation**

[32] Die vorliegende Verfügung wird nach der Eröffnung an die Parteien auf der Webseite der Übernahmekommission publiziert (Art. 138 Abs. 1 FinfraG).

—



**Die Übernahmekommission verfügt:**

1. Die Einsprache der Kuoni und Hugentobler-Stiftung wird abgewiesen.
2. Die vorliegende Verfügung wird auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.

Der Präsident:

Thomas A. Müller

**Diese Verfügung ergeht an die Parteien:**

- Kiwi Holding IV S.à r.l., vertreten durch Dieter Dubs, Bär & Karrer AG;
- Kuoni Reisen Holding AG, vertreten durch Daniel Hasler, Homburger AG;
- Veraison SICAV, Gregor Greber;
- Kuoni und Hugentobler-Stiftung, vertreten durch Christoph Peter und Peter Nobel, Nobel & Hug Rechtsanwälte.

**Diese Verfügung geht zur Kenntnisnahme an:**

- Ernst & Young AG (Prüfstelle).

**Rechtsmittelbelehrung:**

**Beschwerde (Art. 140 des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes, 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.

—