



## Verfügung 726/02

vom 10. Mai 2019

### Öffentliches Tauschangebot von DSV A/S, Hedehusene, Dänemark, an die Aktionäre von Panalpina Welttransport (Holding) AG, Basel – Voranmeldung, Angebotsprospekt und Verwaltungsratsbericht

#### Sachverhalt:

##### A.

Panalpina Welttransport (Holding) AG (**Panalpina** oder **Zielgesellschaft**) ist eine Aktiengesellschaft nach Schweizer Recht mit Sitz in Basel. Das Aktienkapital von Panalpina beträgt CHF 2'375'000 und ist eingeteilt in 23'750'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.10 (**Panalpina-Aktie**). Panalpina verfügt zudem über ein genehmigtes Aktienkapital im Betrag von CHF 300'000 (maximal 3'000'000 voll liberierte Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.10). Die Panalpina-Aktien sind seit dem 22. September 2005 an der SIX Swiss Exchange AG (**SIX**) im *International Reporting Standard* kotiert (ISIN: CH0002168083; Valorensymbol: PWTN). Die Statuten von Panalpina enthalten weder ein *Opting out* noch ein *Opting up*.

##### B.

Die Panalpina und ihre Tochtergesellschaften verfügen über diverse Aktienpläne für Verwaltungsratsmitglieder, Mitglieder der Gruppengeschäftsleitung sowie für bestimmte weitere Kategorien von Mitarbeitenden.

##### C.

Die grössten Aktionäre von Panalpina sind:

- Ernst Göhner Stiftung (**EGS**), Zug, mit einer Beteiligung von 45.89%;
- Cevian Capital II Master Fund LP (**Cevian**), Cayman Islands, mit einer Beteiligung von 12.28% (wirtschaftlich berechtigt an Cevian sind: Förberg Lars, Gardell Christer, Casserlöv Göran und Paine & Partners Capital Fund III GP Ltd, Cayman Islands) und
- Artisan Partners Limited Partnership (**Artisan**), Milwaukee, USA, mit einer Beteiligung von 11.76%.

Die Statuten von Panalpina enthalten eine Stimmrechtsbeschränkung von 5%. EGS wurde seit dem Börsengang von Panalpina im Jahr 2005 an den Generalversammlungen stets mit allen Panalpina-Aktien zugelassen, mit der Begründung, dass die statutengemässe Stimmrechtsbeschränkung von 5% für die Panalpina-Aktien von EGS nicht gelte, da sie ihre Aktien bereits vor Einführung der Stimmrechtsbeschränkung gehalten habe (sog. «*Grandfathering*»).



**D.**

DSV A/S (**DSV** oder **Anbieterin**) ist eine Aktiengesellschaft (*Aktieselskab*) nach dänischem Recht mit Sitz in Hedehusene, Dänemark, und internationale Anbieterin von Transport- und Logistikdienstleistungen. Die Namenaktien von DSV mit einem Nennwert von DKK 1 (**DSV-Aktie**) sind an der NASDAQ Kopenhagen (ISIN: DK0060079531; Valorensymbol: DSV) kotiert. Die DSV-Aktien sind liquide Beteiligungspapiere im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2: Liquidität im Sinne des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 (**UEK-Rundschreiben Nr. 2**).

**E.**

Am 1. April 2019 veröffentlichte DSV die Voranmeldung (**Voranmeldung**) eines öffentlichen Tauschangebots für alle sich im Publikum befindenden Panalpina-Aktien (**Tauschangebot**). DSV bietet 2.375 DSV-Aktien pro Panalpina-Aktie. Fraktionen von DSV-Aktien werden in bar in CHF abgegolten.

**F.**

Im Weiteren hat DSV am 1. April 2019 mit EGS, Cevian und Artisan jeweils Andienungsvereinbarungen abgeschlossen, worin sich EGS, Cevian und Artisan verpflichten, sämtliche von ihnen gehaltenen Panalpina-Aktien (vgl. Sachverhalt lit. C) in das Tauschangebot anzudienen (vgl. zum weiteren Inhalt der Andienungsvereinbarungen Sachverhalt lit. E der Verfügung 726/01 vom 29. April 2019 in Sachen *Panalpina Welttransport (Holding) AG* [**Verfügung 726/01**]).

**G.**

Ebenfalls am 1. April 2019 schlossen DSV und Panalpina eine Transaktionsvereinbarung ab. Darin verpflichtet sich DSV, das Tauschangebot zu unterbreiten und der Verwaltungsrat von Panalpina, das Tauschangebot zu unterstützen und es den Aktionären von Panalpina zur Annahme zu empfehlen.

Zudem enthält die Transaktionsvereinbarung folgende Exklusivitätsvereinbarung in Bezug auf die Empfehlung des Tauschangebots (vgl. Angebotsprospekt, lit. E, Ziff. 3.1):

*Dem Verwaltungsrat der Panalpina ist es nicht gestattet, (i) seinen Beschluss, das Angebot zur Annahme zu empfehlen, oder die Genehmigung des Berichts des Verwaltungsrats zu widerrufen, zurückzuziehen oder zu ändern, (ii) die Empfehlung des Angebots oder den Bericht des Verwaltungsrats zurückzuziehen, zu ändern oder in einer für die Anbieterin nachteiligen Weise einzuschränken, (iii) eine Absichtserklärung, einen Übernahmevertrag oder eine ähnliche Vereinbarung betreffend eine konkurrierende Transaktion zu genehmigen oder abzuschliessen, (iv) eine konkurrierende Transaktion zu genehmigen oder zu empfehlen und (v) in sämtlichen Fällen von (i) bis (iv) hiervor eine Mitteilung mit derselben Wirkung zu machen, ausser wenn bis zum fünften (5.) Börsentag vor Ablauf der Angebotsfrist ein höheres Angebot unterbreitet wird und der Verwaltungsrat von Panalpina in guten Treuen nach Rücksprache mit externen Beratern und seinem Finanzberater feststellt, dass das Versäumnis, eine derartige Massnahme zu ergreifen, seine Sorgfalts- und Treuepflichten gemäss Art. 717 OR oder anwendbare rechtliche Anforderungen verletzen würde.*



Im weiteren sieht die Transaktionsvereinbarung eine sog. *Break Fee* vor, wonach sich Panalpina verpflichtet, DSV einen Betrag von CHF 20 Millionen zu bezahlen, falls das Angebot nicht erfolgreich ist oder in gewissen Fällen „nicht unbedingt“ wird sowie eine sog. *Reverse Break Fee*, wonach sich DSV verpflichtet, der Zielgesellschaft CHF 20 Millionen zu bezahlen, falls das Tauschangebot nicht erfolgreich ist oder mangels Zustimmung der Generalversammlung von DSV zu einer Kapitalerhöhung nicht unbedingt wird (vgl. Angebotsprospekt, lit. E, Ziff. 3.1).

#### H.

Am 2. April 2019 stellte Cevian Antrag um Erhalt der Parteistellung ab dem Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospektes oder, sofern früher, der ersten Verfügung der Übernahmekommission zum Tauschangebot.

#### I.

Mit Verfügung 726/01 erliess die Übernahmekommission auf Antrag der Anbieterin verschiedene Feststellungen und gewährte eine Ausnahme zu den Transaktionsmeldepflichten. Zudem wurde Cevian auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung der Verfügung 726/01 Parteistellung eingeräumt.

#### J.

Am 13. Mai 2019 soll der Angebotsprospekt veröffentlicht werden. Die Anbieterin bietet, wie bereits in der Voranmeldung dargelegt, 2.375 DSV-Aktien pro Panalpina-Aktie, Fraktionen von DSV-Aktien werden in bar in CHF abgegolten.

U.S.-Aktionäre von Panalpina, welche den Status von *Qualified Institutional Investors* im Sinne von Rule 144A gemäss U.S. Securities Act besitzen (**QIB's**), können das Tauschangebot ebenfalls annehmen. Für U.S.-Aktionäre von Panalpina, die keinen Status als QIB's haben, ist ein sogenannter *Vendor Placement*-Mechanismus vorgesehen (**Vendor Placement**): Dabei werden die (neuen) DSV-Aktien, welche als Tauschtitel ausgegeben werden, nicht den U.S.-Aktionären von Panalpina geliefert, sondern einer mandatierten Bank, welche diese DSV-Aktien nach dem Vollzug des Tauschangebotes in einem zentralisierten Verkaufsverfahren ausserhalb der USA verkauft. Der Nettoerlös dieses Verkaufs wird den U.S.-Aktionären von Panalpina auf einer pro rata Basis zugeteilt.

#### K.

Mit Eingabe vom 8. Mai 2019 stellte die Anbieterin ein Gesuch um Vorprüfung des Angebotsprospekts, mit folgenden Anträgen:

1. *Es sei der Entwurf des Angebotsprospekts zu prüfen und festzustellen, dass das öffentliche Tauschangebot der DSV für den Erwerb aller sich im Publikum befindenden Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.10 der Panalpina den Vorschriften des Bundesgesetzes über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten und Derivathandel (FinfraG) und den ausführenden Verordnungen entspricht;*



2. *Es sei DSV gemäss Art. 4 UEV eine Ausnahme von der Pflicht gemäss Art. 19 Abs.1 lit. b UEV zu gewähren, im Angebotsprospekt alle Aktionäre oder Aktionärsgruppen offenzulegen, die 3% der Stimmrechte an DSV halten, und diese Schwelle auf 5% der Stimmrechte an DSV zu erhöhen;*
3. *Es sei DSV zu erlauben, den Vollzug des Tauschangebots bis zum 2. Oktober 2019 aufzuschieben;*
4. *Die Verfügung der Übernahmekommission sei frühestens gleichzeitig mit der Veröffentlichung des Angebotsprospektes zu veröffentlichen.*

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

#### **L.**

Der Angebotsprospekt, der Verwaltungsratsbericht und eine Fairness Opinion von KPMG AG, Zürich, wurden der Übernahmekommission vor der Publikation zur Prüfung unterbreitet.

#### **M.**

Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus Thomas A. Müller (Präsident), Mirjam Eggen und Beat Fellmann gebildet.

—

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

#### **1. Voranmeldung**

[1] Gemäss Art. 5 Abs. 1 UEV kann ein Anbieter ein Angebot vor der Veröffentlichung des Angebotsprospekts voranmelden. Die daran anknüpfenden Rechtswirkungen ergeben sich aus Art. 8 UEV. Nach Art. 8 Abs. 1 UEV muss der Anbieter innerhalb von sechs Wochen nach der Voranmeldung einen Angebotsprospekt veröffentlichen.

[2] Im vorliegenden Fall wurde die Voranmeldung am 1. April 2019 vor Börsenbeginn in Übereinstimmung mit Art. 7 UEV in deutscher, französischer und englischer Sprache veröffentlicht (vgl. Sachverhalt lit. E). Die Voranmeldung entfaltete ihre Wirkung somit an diesem Tag und enthielt sämtliche gemäss Art. 5 Abs. 2 UEV geforderten Angaben.

[3] Sofern die Veröffentlichung des Angebotsprospekts zum Tauschangebot wie beabsichtigt spätestens am 13. Mai 2019 erfolgt, ist die sechswöchige Frist gemäss Art. 8 Abs. 1 UEV eingehalten.

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

[4] Das Tauschangebot bezieht sich auf alle sich im Publikum befindenden Panalpina-Aktien, einschliesslich aller Panalpina-Aktien, welche durch die Zielgesellschaft bis zum Ende der Nachfrist aufgrund der Ausübung von Aktienoptionen und ähnlichen Rechten zum Erwerb von Aktien, die



unter Mitarbeiterbeteiligungs-, Incentive- oder ähnlichen Plänen ausstehend sind, ausgegeben werden (siehe die Aufstellung im Angebotsprospekt, lit. B, Ziff. 2).

[5] Für U.S.-Aktionäre von Panalpina, welche nicht den Status als QIB's haben, wird ein *Vendor Placement* durchgeführt (vgl. Sachverhalt lit. J). Das *Vendor Placement* hat zwei Funktionen: Zum einen wird dadurch den betreffenden U.S.-Aktionären von Panalpina ermöglicht, am Tauschangebot teilzunehmen. Zum andern wird eine U.S.-Registrierung vermieden, welche bei einer Lieferung von DSV-Aktien an die betreffenden U.S.-Aktionäre von Panalpina zwingend erforderlich wäre. Eine solche U.S.-Registrierung würde für die Anbieterin einen erheblichen Aufwand bedeuten und hätte Haftungsrisiken zur Folge. Gemäss Praxis der Übernahmekommission ist ein *Vendor Placement* für US-Aktionäre zulässig (Verfügung 469/01 vom 15. Februar 2011 in Sachen *Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG*, Erw. 2).

[6] Das Tauschangebot bezieht sich nicht auf sog. *American Depositary Shares (ADS)*, was gemäss Praxis der Übernahmekommission zulässig ist (Verfügung 652/01 vom 14. Februar 2017 in Sachen *Actelion Ltd*, Erw. 2).

[7] Die Anbieterin erfüllt damit die Anforderungen gemäss Art. 9 Abs. 2 UEV.

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

#### **3.1 Grundsatz**

[8] Gemäss Praxis der Übernahmekommission handeln Personen im Hinblick auf ein Angebot in gemeinsamer Absprache mit dem Anbieter i.S.v. Art. 11 UEV, die ihr Verhalten hinsichtlich des Unterbreitens eines öffentlichen Kaufangebots und dessen Bedingungen koordiniert und sich über das Angebot und dessen Bedingungen geeinigt haben.

[9] 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.

[10] Vorliegend handeln alle von DSV (direkt oder indirekt) beherrschten Gesellschaften in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin. Ab Unterzeichnung der Andienungsvereinbarung am 1. April 2019 handeln auch EGS und alle von EGS beherrschten Gesellschaften in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin, dies aufgrund der in dieser Andienungsvereinbarung zusätzlich eingegangenen Verpflichtungen (vgl. Verfügung 726/01, Sachverhalt lit. E). Schliesslich handeln auch Panalpina und alle von Panalpina beherrschten Gesellschaften ab Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung am 1. April 2019 in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin.



### 3.2 Offenlegung im Angebotsprospekt

[11] Die in gemeinsamer Absprache handelnden Personen sind im Angebotsprospekt offen zu legen (Art. 19 Abs. 1 lit. d UEV).

[12] Der Angebotsprospekt enthält in lit. C, Ziff. 3 die gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. d UEV erforderlichen Angaben in Form einer generellen Umschreibung, ohne die direkt oder indirekt kontrollierten und verwalteten Gesellschaften einzeln namentlich aufzulisten. Dies ist gemäss Praxis der Übernahmekommission zulässig, sofern die Prüfstelle eine vollständige Liste dieser Gesellschaften erhält.

[13] Die Prüfstelle Ernst & Young AG, Zürich (E&Y) hat eine solche Liste erhalten.

### 3.3 Fazit

[14] In Bezug auf die in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin im Sinne von Art. 11 UEV handelnden Personen entspricht der Angebotsprospekt somit den gesetzlichen Anforderungen.

## 4. Angebotspreis

### 4.1 Einhaltung der Mindestpreisvorschriften

#### 4.1.1. Allgemeines

[15] Bei einem Kontrollwechsel-Angebot muss der Preis des Angebots den Bestimmungen über Pflichtangebote entsprechen (Art. 9 Abs. 6 Satz 2 UEV). Demnach muss der Preis des Angebots mindestens gleich hoch sein wie der höhere der folgenden Beträge: der Börsenkurs (Art. 135 Abs. 2 lit. a FinfraG) 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 (Preis des vorausgegangenen Erwerbs, Art. 135 Abs. 2 lit. b FinfraG).

#### 4.1.2. Börsenkurs

[16] 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).

[17] Der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in Panalpina-Aktien war in den zwölf Monaten, die der Voranmeldung vorausgegangen sind, grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (*Free Float*). Somit gelten die Panalpina-Aktien als liquid im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2, was eine Bewertung der Panalpina-Aktie durch die Prüfstelle entbehrlich macht.



[18] Der VWAP der Panalpina-Aktie während der letzten 60 Börsentage vor der Publikation der Voranmeldung am 1. April 2019 betrug CHF 165.76.

#### 4.1.3. Preis des vorausgegangenen Erwerbs

[19] Während der letzten zwölf Monate vor der Publikation der Voranmeldung am 1. April 2019 haben die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen (mit Ausnahme von Panalpina und deren Tochtergesellschaften) keine Panalpina-Aktien und keine Beteiligungsderivate in Bezug auf Panalpina-Aktien erworben oder veräussert.

[20] Ein vorausgegangener Erwerb hat somit nicht stattgefunden. Die Prüfstelle hat dies in ihrem Bericht bestätigt (vgl. Angebotsprospekt, lit. G).

#### 4.1.4. Wert des Tauschangebots

[21] Gemäss Art. 46 FinfraV-FINMA gilt für die Bestimmung des Wertes von zum Tausch angebotenen Effekten Art. 42 Abs. 2 bis 4 FinfraV-FINMA. Demnach ist der Wert der Tauschtitel gemäss Art. 42 Abs. 2 bis 4 FinfraV-FINMA zu ermitteln und dabei, sofern es sich um liquide Tauschtitel handelt, auf den VWAP abzustellen.

[22] Nach Angaben der NASDAQ Copenhagen zum täglichen Handelsvolumen der DSV-Aktie war der monatliche Median des täglichen Handelsvolumens der börslichen Transaktionen in allen zwölf der Voranmeldung des Tauschangebots vorausgegangenen Monate gleich oder grösser als 0.04% aller ausgegebenen DSV-Aktien, womit die DSV-Aktien liquid im Sinne von Rn 3 ff. des UEK-Rundschreibens Nr. 2 sind (vgl. Angebotsprospekt, lit. B, Ziff. 5).

[23] Basierend auf dem VWAP der DSV-Aktie während der letzten 60 Börsentage vor der Publikation der Voranmeldung und dem DKK/CHF-Umrechnungskurs gemäss WM/Reuters (16:00 GMT Fixing gemäss Bloomberg) am letzten Handelstag am NASDAQ Kopenhagen vor der Publikation der Voranmeldung ermittelt die Anbieterin als Wert des vorliegenden Tauschangebots von DSV bestehend aus 2.375 DSV-Aktien pro Panalpina-Aktie einem Frankenbetrag von umgerechnet CHF 186.63 pro Panalpina-Aktie (**VWAP-basierter Angebotspreis**; vgl. Angebotsprospekt, lit. B, Ziff. 3.1).

[24] Gemäss Praxis der Übernahmekommission müsste indes bei Tauschtiteln, die in einer ausländischen Währung gehandelt werden, nicht auf einen Wechselkurs per Stichtag, sondern auf den *durchschnittlichen Wechselkurs während der für den VWAP relevanten Periode* (also vorliegend während der letzten 60 Börsentage vor der Voranmeldung) abgestellt werden (vgl. RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/JACQUES IFFLAND/TINO GABERTHÜEL, Öffentliche Kaufangebote, 3. Aufl. 2014, Rn 404 mit Nachweisen), was vorliegend einen Wert des Tauschangebots von CHF 189.03 ergäbe. Da dieser (höhere) Wert die Bestimmungen über den Mindestpreis ebenfalls einhalten würde, bleibt dies ohne Auswirkung.





#### **4.1.5. Ergebnis**

[25] Der VWAP-basierte Angebotspreis von CHF 186.63 liegt über dem VWAP von der Panalpina-Aktie von CHF 165.76. Einen vorausgegangenen Erwerb von Panalpina-Aktien hat es nicht gegeben.

[26] Somit sind die Bestimmungen über den Mindestpreis gemäss Art. 135 Abs. 2 FinfraG in Verbindung mit Art. 9 Abs. 6 Satz 2 UEV eingehalten. Die Prüfstelle hat dies in ihrem Bericht bestätigt (vgl. Angebotsprospekt, lit. G).

#### **4.2 Keine Pflicht zu einer Baralternative**

[27] Sofern bei einem sog. Kontrollwechsel-Angebot der Angebotspreis ganz oder teilweise aus Effekten besteht, muss der Anbieter den Aktionären einer Baralternative anbieten, falls er in den zwölf Monaten vor Veröffentlichung des Angebots Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gegen bar erworben hat, welche 10 Prozent oder mehr des Aktien- oder Partizipationskapitals der Zielgesellschaft ausmachen (Art. 9a Abs. 2 UEV).

[28] Da beim vorliegenden Tauschangebot kein vorausgegangener Erwerb stattgefunden hat (vgl. Erw. 4.1.3), besteht seitens der Anbieterin keine Pflicht, eine Baralternative anzubieten.

### **5. Best Price Rule**

#### **5.1 Allgemeines**

[29] Gemäss Art. 10 Abs. 1 UEV müssen der 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).

#### **5.2 Bestätigungen der Prüfstelle**

[30] Vorliegend hat die Prüfstelle bestätigt, dass die Best Price Rule bis zum 13. Mai 2019 eingehalten wurde.

[31] Für die verbleibende Dauer der Best Price Rule hat die Prüfstelle die Einhaltung in ihrem abschliessenden Bericht zu bestätigen (Art. 28 Abs. 2 UEV). Es wird E&Y hierfür eine Frist von einem Monat angesetzt, beginnend mit dem Ende des für die Best Price Rule relevanten Zeitraums von sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist.





## 6. Bedingungen

[32] Nach Art. 8 Abs. 1 UEV muss der Anbieter einen Angebotsprospekt veröffentlichen, der den Konditionen der Voranmeldung entspricht.

[33] Die in der Voranmeldung enthaltene Bedingung (j) „In Kraft treten des U.S. Registration Statement“, welche sich auf den Fall bezog, dass für die U.S.-Aktionäre von Panalpina das Vendor Placement nicht umgesetzt werden sollte, hat die Anbieterin im Angebotsprospekt gestrichen, da dieses Vendor Placement wie gesehen zur Anwendung gelangt (vgl. Erw. 2).

[34] Die übrigen Bedingungen des Angebotsprospekts (vgl. Angebotsprospekt, lit. B, Ziff. 7 sowie Erw. 6.1 ff.) entsprechen denjenigen der Voranmeldung.

### 6.1 Bedingung (a): Mindestandienungsquote

*„Mindestandienungsquote: Der Anbieterin liegen bei Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist gültige und unwiderrufliche Annahmeerklärungen für Panalpina Aktien vor, die zusammen mit den von DSV und ihren Tochtergesellschaften gehaltenen Panalpina Aktien (aber unter Ausschluss der Panalpina Aktien, welche die Gesellschaft oder ihre Tochtergesellschaften halten) mindestens 80% aller Panalpina Aktien entsprechen, die bei Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist ausgegeben sind.“*

[35] Knüpft der Anbieter sein Angebot an das Erreichen einer Mindestbeteiligung an der Zielgesellschaft, darf die 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 gekommen zu erklären. Eine solche Bedingung käme einer unzulässigen Potestativbedingung im Sinne von Art. 13 Abs. 2 UEV gleich. Bedingungen zur Mindestbeteiligung gelten bis zum Ende der Angebotsfrist.

[36] Die Bedingung (a) sieht vor, dass unter Ausschluss der Panalpina-Aktien, welche die Zielgesellschaft und deren Tochtergesellschaften halten, mindestens 80% aller Panalpina-Aktien andient werden. Angesichts der mit EGS, Cevian und Artisan abgeschlossenen Andienungsvereinbarungen (vgl. dazu Sachverhalt lit. D), welche sich gesamthaft auf 69.93% aller aktuell ausstehenden Panalpina-Aktien beziehen, ist es realistisch, dass diese Schwelle erreicht wird (vgl. Verfügung 699/01 vom 31. Juli 2018 in Sachen *Bank Cler AG*, Erw. 6.1; Verfügung 678/01 vom 1. Februar 2018 in Sachen *Goldbach Group AG*, Erw. 7.1). Die Bedingung (a) ist demnach zulässig.

### 6.2 Bedingung (b): Wettbewerbsrechtliche Freigaben und andere Bewilligungen

*„Wettbewerbsrechtliche Freigaben und andere Bewilligungen: Alle Wartefristen, die auf die Übernahme der Gesellschaft durch die Anbieterin anwendbar sind, sind abgelaufen*



oder wurden beendet und alle zuständigen Wettbewerbs- und anderen Behörden (einschliesslich des Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS)) und gegebenenfalls Gerichte in allen relevanten Rechtsordnungen haben das Angebot, dessen Vollzug und die Übernahme der Gesellschaft durch die Anbieterin bewilligt (oder freigegeben), ohne DSV und/oder der Gesellschaft und/oder einer ihrer jeweiligen Tochtergesellschaften Auflagen oder Verpflichtungen aufzuerlegen oder ihre Bewilligungen und /oder Freigaben unter Vorbehalt der Erfüllung von Auflagen oder Verpflichtungen zu stellen, welche alleine oder zusammen mit anderen Auflagen oder Verpflichtungen oder Umständen oder Ereignissen, nach Auffassung einer von DSV zu bezeichnenden unabhängigen Revisionsgesellschaft oder international renommierten Investmentbank ("**Unabhängige Expertin**") vernünftigerweise geeignet sind, eine der folgenden Auswirkungen (je eine "**Wesentliche Nachteilige Auswirkung**") auf die Gesellschaft und ihre Tochtergesellschaften (als Ganzes) oder auf DSV und ihre Tochtergesellschaften (als Ganzes), zu haben:

- (i) eine Reduktion des konsolidierten Jahresgewinns vor Zinsen und Steuern ("**EBIT**") im Betrag von CHF 26 Millionen (was gemäss Geschäftsbericht der Gesellschaft für das am 31. Dezember 2018 endende Jahr rund 22% des konsolidierten EBIT der Gesellschaft für das Geschäftsjahr 2018 entspricht), oder mehr; oder
- (ii) eine Reduktion des konsolidierten Jahresumsatzes im Betrag vom CHF 543.2 Millionen (was gemäss Geschäftsbericht der Gesellschaft für das am 31. Dezember 2018 endende Jahr rund 9% des konsolidierten Umsatzes der Gesellschaft für das Geschäftsjahr 2018 entspricht) oder mehr; oder
- (iii) eine Reduktion des konsolidierten Eigenkapitals im Betrag von CHF 68.5 Millionen (was gemäss ungeprüfter, verkürzter und konsolidierter Bilanz der Gesellschaft per 31. Dezember 2018 ungefähr 12% des konsolidierten Eigenkapitals der Gesellschaft per diesem Datum entspricht) oder mehr.“

[37] Hinsichtlich den in der Bedingung (b) genannten Wesentlichkeitsschwellen im Hinblick auf EBIT, Umsatz und Eigenkapital gelangen grundsätzlich dieselben Kriterien zur Anwendung wie bei einer sog. (No) Material Adverse Change (NoMAC)-Bedingung (d.h. mind. 10% betreffend EBIT und Eigenkapital sowie mind. 5% betreffend Umsatz; vgl. die nachfolgende Erw. 6.3). Die Schwellenwerte einer Reduktion von 22% des konsolidierten EBIT, von 9% des konsolidierten Umsatzes sowie von 12% des konsolidierten Eigenkapitals sind entsprechend im Einklang mit der Praxis der Übernahmekommission (vgl. dazu auch die Übersicht bei RUDOLF TSCHÄNI/HANS-JAKOB DIEM/JACQUES IFFLAND/TINO GABERTHÜEL, a.a.O., Rn 509). Derartige Bedingungen gelten bis zum Vollzug (vgl. Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen CEVA Logistics AG, Erw. 7.1). Die Bedingung (b) ist demnach zulässig.



### 6.3 Bedingung (c): Keine Wesentlichen Nachteiligen Auswirkungen

*„Keine Wesentlichen Nachteiligen Auswirkungen: Bis zum Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist sind keine Umstände oder Ereignisse eingetreten und es wurden keine Umstände oder Ereignisse durch die Gesellschaft mitgeteilt und die Anbieterin hat auch anderweitig von keinen Umständen oder Ereignissen Kenntnis erlangt, welche alleine oder zusammen mit anderen Auflagen, Verpflichtungen, Umständen oder Ereignissen nach Auffassung der Unabhängigen Expertin vernünftigerweise geeignet sind, eine Wesentliche Nachteilige Auswirkung auf die Gesellschaft einschliesslich ihrer direkten oder indirekten Tochtergesellschaften zu haben.“*

[38] Bei der Bedingung (c) handelt es sich um eine sog. (No) Material Adverse Change (NoMAC)-Bedingung, welche im Rahmen freiwilliger Angebote bis zum Ende der Angebotsfrist zulässig ist (vgl. Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG*, Erw. 7.2). Die mit Blick auf die *Wesentlichen Nachteiligen Auswirkung* definierten Schwellenwerte sind gemäss Praxis der Übernahmekommission zulässig (vgl. dazu Erw. 6.2 hiavor).

### 6.4 Bedingung (d): Aufhebung von Art. 5 Abs. 2 und Art. 12 Abs. 2 der Statuten der Gesellschaft

*„Aufhebung von Art. 5 Abs. 2 und Art. 12 Abs. 2 der Statuten der Gesellschaft: Eine ordnungsgemäss einberufene ordentliche oder ausserordentliche Generalversammlung der Gesellschaft hat rechtsgültig die ersatzlose Aufhebung (i) der Vinkulierung gemäss Art. 5 Abs. 2 der Statuten der Gesellschaft und (ii) der Stimmrechtsbeschränkung gemäss Art. 12 Abs. 2 der Statuten der Gesellschaft beschlossen, und diese Änderungen der Statuten der Gesellschaft wurden im Handelsregister des Kantons Basel-Stadt eingetragen.“*

[39] Die Bedingung (d) ist bis zum Vollzug des Angebots zulässig, längstens jedoch bis zur nächsten Generalversammlung (vgl. Verfügung 639/01 vom 28. September 2016 in Sachen *Looser Holding AG*, Erw. 9.2).

### 6.5 Bedingung (e): Eintragung ins Aktienregister der Gesellschaft

*„Eintragung ins Aktienregister der Gesellschaft: Unter der Bedingung, dass eine ordentliche oder ausserordentliche Generalversammlung der Gesellschaft den Beschluss gemäss Angebotsbedingung d) (i) oben fasst, hat der Verwaltungsrat der Gesellschaft beschlossen, DSV und/oder jede andere von DSV kontrollierte und bezeichnete Gesellschaft bezüglich aller Panalpina Aktien, welche DSV und ihre Tochtergesellschaften erworben haben oder noch erwerben werden, als Aktionär(e) mit Stimmrecht in das Aktienbuch der Gesellschaft einzutragen und DSV und/oder jede andere von DSV kontrollierte und bezeichnete Gesellschaft sind dementsprechend im Aktienbuch der Gesellschaft eingetragen worden.“*



[40] Die Bedingung (e) ist grundsätzlich bis zum Vollzug des Angebots zulässig, längstens jedoch bis zum Datum, an welchem das zuständige Organ der Zielgesellschaft den entsprechenden Beschluss gefasst und die entsprechende Handlung vornehmen hat lassen (vgl. Verfügung 678/01 vom 1. Februar 2018 in Sachen *Goldbach Group AG*, Erw. 7.5).

#### **6.6 Bedingung (f): Rücktritt und Wahl von Mitgliedern des Verwaltungsrats der Gesellschaft**

*„Rücktritt und Wahl von Mitgliedern des Verwaltungsrats der Gesellschaft: Vorausgesetzt, dass alle anderen Angebotsbedingungen erfüllt sind oder auf deren Erfüllung verzichtet wird, (i) sind alle bestehenden Mitglieder des Verwaltungsrats der Gesellschaft – spätestens mit Wirkung ab Vollzugstag – von ihren Ämtern in den Verwaltungsräten der Gesellschaft und ihrer Tochtergesellschaften zurückgetreten, und (ii) eine ordnungsgemäss einberufene ausserordentliche Generalversammlung der Gesellschaft hat die von DSV bezeichneten Personen mit Wirkung ab Vollzug als Verwaltungsratsmitglieder, die DSV vertreten, in den Verwaltungsrat der Gesellschaft gewählt (und keine andere Person wurde als Mitglied des Verwaltungsrats der Gesellschaft gewählt).“*

[41] Die Bedingung (f) ist grundsätzlich bis zum Vollzug des Angebots zulässig, längstens jedoch bis zur nächsten Generalversammlung (vgl. Verfügung 678/01 vom 1. Februar 2018 in Sachen *Goldbach Group AG*, Erw. 7.4).

#### **6.7 Bedingung (g): Kapitalerhöhung von DSV**

*„Kapitalerhöhung von DSV: Eine Generalversammlung von DSV hat eine Ermächtigung an den Verwaltungsrat von DSV beschlossen und genehmigt, eine Kapitalerhöhung von DSV zur Schaffung der unter diesem Angebot zu liefernden DSV Aktien zu beschliessen.“*

[42] Bedingungen dieser Art sind nach Praxis der Übernahmekommission bis zum Vollzug des Angebots zulässig (vgl. zuletzt Verfügung 639/01 vom 28. September 2016 in Sachen *Looser Holding AG*, Erw. 9.5).

#### **6.8 Bedingung (h): Genehmigung des Kotierungsprospekts**

*„Genehmigung des Kotierungsprospekts: Die Danish Financial Supervisory Authority hat einen für die Kotierung und die Zulassung zum Handel der unter diesem Angebot zu liefernden DSV Aktien erforderlichen Prospekt genehmigt.“*

[43] Bedingungen dieser Art sind nach der ständigen Praxis der Übernahmekommission zulässig (vgl. Verfügung 569/01 vom 24. Juni 2014 in Sachen *Pretium AG*, Erw. 7.1; Verfügung 474/04 vom 28. September 2011 in Sachen *BKW FMB Energie AG*, Erw. 3.1; Verfügung 469/02 vom 25. März 2011 in Sachen *Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG*, Erw. 4).



## 6.9 Bedingung (i): Kotierung von DSV Aktien

*„Kotierung von DSV Aktien: NASDAQ Kopenhagen hat die Kotierung und die Zulassung zum Handel der unter diesem Angebot zu liefernden DSV Aktien genehmigt.“*

[44] Bedingung (f) ist bis zum Vollzug zulässig (vgl. Verfügung 639/01 vom 28. September 2016 in Sachen *Looser Holding AG*, Erw. 9.6; Verfügung 573/01 vom 8. August 2014 in Sachen *Schweizerische National-Versicherungs-Gesellschaft AG*, Erw. 9.3).

## 6.10 Bedingung (j): Keine nachteiligen Beschlüsse der Generalversammlung der Gesellschaft

*„Keine nachteiligen Beschlüsse der Generalversammlung der Gesellschaft: Die Generalversammlung der Gesellschaft hat:*

- (i) keine Dividende oder andere Ausschüttung oder Kapitalherabsetzung, und keinen Kauf, keine Abspaltung, keine Vermögensübertragung und keine andere Veräusserung von Vermögenswerten (x) im Wert oder zu einem Preis von insgesamt mehr als CHF 225.4 Millionen (was gemäss Geschäftsbericht von Panalpina für das am 31. Dezember 2018 endende Jahr rund 10% der konsolidierten Aktiven von Panalpina per 31. Dezember 2018 entspricht), oder (y) die insgesamt mehr als CHF 17.8 Millionen zum EBIT der Gesellschaft beitragen (was gemäss Geschäftsbericht von Panalpina für das am 31. Dezember 2018 endende Jahr rund 15% des konsolidierten EBIT von Panalpina für das Geschäftsjahr 2018 entspricht), beschlossen oder genehmigt;*
- (ii) keine Fusion, keine Aufspaltung und keine ordentliche, genehmigte oder bedingte Kapitalerhöhung der Gesellschaft beschlossen oder genehmigt; und*
- (iii) keine Vinkulierungsbestimmungen oder Stimmrechtseinschränkungen in die Statuten der Gesellschaft eingeführt.“*

[45] Die auf Bedingung (f) anwendbaren Schwellenwerte von 10% der konsolidierten Aktiven und 15% des konsolidierten EBIT liegen innerhalb des von der Praxis der Übernahmekommission akzeptierten Rahmens (vgl. Verfügung 678/01 vom 1. Februar 2018 in Sachen *Goldbach Group AG*, Erw. 7.6; Verfügung 652/01 vom 14. Februar 2017 in Sachen *Actelion Ltd*, Erw. 7.4). Die Bedingung (j) ist bis zum Vollzug des Angebots zulässig, längstens jedoch bis zur nächsten Generalversammlung.

## 6.11 Bedingung (k): Keine Untersagung

*„Keine Untersagung: Es wurde kein Urteil, kein Entscheid, keine Verfügung und keine andere hoheitliche Massnahme erlassen, welche das Angebot oder dessen Vollzug verhindert, verbietet oder für unzulässig erklärt.“*



[46] Bedingung (k) ist gemäss Praxis der Übernahmekommission bis zum Vollzug des Angebots zulässig (vgl. zuletzt Verfügung 724/01 vom 17. April 2019 in Sachen *Edmond de Rothschild (Suisse) S.A.*, Erw. 6).

#### **6.12 Bedingung (l): Keine Verpflichtung zum Erwerb oder zur Veräusserung wesentlicher Vermögenswerte oder zur Aufnahme oder Rückzahlung wesentlicher Fremdkapitalbeträge**

*„Keine Verpflichtung zum Erwerb oder zur Veräusserung wesentlicher Vermögenswerte oder zur Aufnahme oder Rückzahlung wesentlicher Fremdkapitalbeträge: Mit Ausnahme jener Verpflichtungen, welche vor dieser Voranmeldung öffentlich bekannt gegeben wurden oder die im Zusammenhang mit dem Angebot stehen oder sich aus dessen Vollzug ergeben, haben sich die Gesellschaft und ihre Tochtergesellschaften zwischen dem 31. Dezember 2018 und dem Kontrollübergang an die Anbieterin nicht verpflichtet, im Betrag oder Wert von insgesamt mehr als CHF 225.4 Millionen (was gemäss Geschäftsbericht von Panalpina für das am 31. Dezember 2018 endende Jahr rund 10% der konsolidierten Aktiven von Panalpina per 31. Dezember 2018 entspricht) Vermögenswerte zu erwerben oder zu veräussern oder Fremdkapital aufzunehmen oder zurückzubezahlen.“*

[47] Bedingung (l) ist bis zum Vollzug des Angebots zulässig, (vgl. Verfügung 670/01 vom 28. August 2017 in Sachen *ImmoMentum AG*, Erw. 5.5; Verfügung 652/01 vom 14. Februar 2017 in Sachen *Actelion Ltd*, Erw. 7.4). Der Schwellenwert von 10% der konsolidierten Aktiven der Zielgesellschaft liegt innerhalb des von der Übernahmekommission akzeptierten Rahmens.

#### **7. Exklusivitätsvereinbarung in Bezug auf die Empfehlung des Tauschangebots**

[48] Die Transaktionsvereinbarung sieht eine Exklusivitätsvereinbarung in Bezug auf die Empfehlung des Tauschangebots vor. Demnach darf u.a. die Empfehlung des Tauschangebotes nur geändert und insbesondere widerrufen werden, sofern ein Konkurrentenanbieter spätestens am fünften Handelstag vor Ablauf der Angebotsfrist ein höheres Angebot unterbreitet und die Unterlassung einer entsprechenden Handlung für den Verwaltungsrat von Panalpina eine Verletzung der Sorgfalts- und Treupflicht gemäss Art. 717 OR bedeuten würde.

[49] Gemäss Art. 49 Abs. 1 UEV hat die Zielgesellschaft die Pflicht, alle Anbieter gleich zu behandeln, insbesondere auch hinsichtlich der zur Verfügung gestellten Informationen. Diese Gleichbehandlungspflicht ergibt sich aus den allgemeinen Grundsätzen des Übernahmerechts (Art. 1 UEV) und für konkurrierende Angebote aus der in Art. 133 Abs. 1 FinfraG statuierten Wahlfreiheit der Aktionäre. Die Wahlfreiheit wäre gefährdet bzw. könnte von der Zielgesellschaft beeinträchtigt werden, wenn es ihr frei stünde, verschiedene Anbieter nach eigenem Gutdünken unterschiedlich zu behandeln (MARIE JENNY, *La protection de l'offrant dans les offres publiques d'acquisition*, Publications du Centre de droit bancaire et financier, Genève/Zürich 2018, S. 29 ff. und 170 f.).





[50] Verpflichtet sich der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft, ein Angebot zu empfehlen, so ist diese Verpflichtung nur so lange verbindlich als kein konkurrierendes Angebot eine Neubeurteilung erheischt (DIETER GERICKE/KARIN WIEDMER, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2011, Art. 36 UEV Rn 92; MARIE JENNY, a.a.O., S. 430 und 437). Zudem muss der Verwaltungsrat bei der Beurteilung von konkurrierenden Angeboten seine Pflichten gleichmässig wahren, indem er z.B. seine Wertungen und Bewertungsmässstäbe einheitlich anwendet (DIETER GERICKE/KARIN WIEDMER, a.a.O., Art. 49 Rn 7; MARIE JENNY, a.a.O., S. 170 ff.).

[51] Vor diesem Hintergrund ist die Exklusivitätsvereinbarung in Bezug auf die Empfehlung des Tauschangebots sowohl in zeitlicher als auch in inhaltlicher Hinsicht unzulässig: In zeitlicher Hinsicht ist es unzulässig, dass dem Verwaltungsrat von Panalpina untersagt wird, eine Neubeurteilung des Tauschangebotes vorzunehmen, falls ein Konkurrenzangebot später als nach dem fünften Handelstag vor Ablauf der Angebotsfrist des Tauschangebotes unterbreitet wird; eine Neubeurteilung darf und muss auch für den Fall erfolgen, dass ein Konkurrenzangebot zu einem späteren Zeitpunkt, also bis spätestens am letzten Börsentag der Angebotsfrist des Tauschangebotes unterbreitet wird (vgl. Art. 50 Abs. 1 UEV). In inhaltlicher Hinsicht muss die Neubeurteilung im Ermessen des Verwaltungsrates bleiben und er muss dieses Ermessen in Wahrung des Grundsatzes der Gleichbehandlung von Konkurrenzangeboten ausüben. Die Ausübung dieses Ermessens darf nicht eingeschränkt werden, indem eine Neubeurteilung zusätzlich an die Voraussetzung einer andernfalls drohenden Verletzung der Sorgfalts- und Treupflicht gemäss Art. 717 OR geknüpft wird.

[52] Demnach ist die Exklusivitätsvereinbarung in Bezug auf die Empfehlung des Tauschangebots unzulässig.

## 8. Break Fee

### 8.1 Praxis der Übernahmekommission

[53] Vereinbaren Anbieterin und Zielgesellschaft im Vorfeld eines Angebots, dass letztere der Anbieterin unter gewissen Voraussetzungen einen bestimmten Betrag zu bezahlen hat, falls das Angebot scheitert (*Break Fee*), so fliessen diese Mittel der Zielgesellschaft im Falle des Nichtzustandekommens des Angebots ab. Dies führt zu einer entsprechenden Entwertung der Anteile. Aus übernahmerechtlicher Sicht ist eine übermässige *Break Fee* in zweierlei Hinsicht problematisch: Zum einen kann sie die Entscheidungsfreiheit der Angebotsempfänger einschränken, indem diese vor die Wahl gestellt werden, das Angebot anzunehmen oder einen Minderwert der Zielgesellschaft in Kauf zu nehmen. Zum andern kann eine übermässige *Break Fee* potentielle Konkurrenzangeboten von der Lancierung eines Konkurrenzangebots abschrecken.

[54] Eine *Break Fee* muss daher in ihrer Höhe verhältnismässig sein und sich insbesondere an den Kosten orientieren, die dem Anbieter durch das Angebot entstehen (Verfügung 652/01 vom 14. Februar 2017 in Sachen *Actelion Ltd*, Erw. 8; Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 in Sachen *Syngenta AG*, Erw. 7 mit Nachweisen; vgl. zur Praxis der Übernahmekommission die Übersichten





bei DIETER GERICKE/KARIN WIEDMER, a.a.O., Art. 36 Rn 104; MARIE JENNY, a.a.O., S. 454 ff.; RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, a.a.O., Fn 463). Dabei beurteilt die Übernahmekommission die Auswirkungen einer *Break Fee* in Würdigung aller relevanten Umstände, ohne auf einen fixen Grenzwert, absolut oder in Prozenten, abzustellen.

[55] In der Vergangenheit hat die Übernahmekommission z.B. folgende *Break Fee* für zulässig gehalten: USD 848 Mio., entsprechend 1.99% des Angebotswerts (Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 in Sachen *Syngenta AG*, Erw. 7); CHF 4 Mio., entsprechend 1.11% des Angebotswerts (Verfügung 463/01 vom 21. Dezember 2010 in Sachen *Winterthur Technologie AG*, Erw. 8) und CHF 3 Mio., entsprechend rund 1.2% des Angebotswerts (Verfügung 450/01 vom 20. August 2010 in Sachen *Day Software Holding AG*, Erw. 8).

## 8.2 Break Fee von CHF 20 Millionen

[56] Gemäss Transaktionsvereinbarung verpflichtet sich Panalpina, einen Betrag von CHF 20 Mio. zu bezahlen, falls das Tauschangebot aus bestimmten Gründen nicht erfolgreich ist oder in gewissen Fällen nicht bedingungslos wird (vgl. Sachverhalt lit. G).

[57] Es ist plausibel, dass der Anbieterin im Fall eines Scheiterns der geplanten Transaktion Kosten anfallen würden, welche die Höhe der *Break Fee* von CHF 20 Mio. erreichen. Die Höhe der *Break Fee* entspricht rund 0.45% des Werts des gesamten Tauschangebots von CHF 4'432'462'500 (vgl. Erw. 13) und bewegt sich auch diesbezüglich im Rahmen der erwähnten Praxis.

[58] Demnach die *Break Fee* in der Höhe von CHF 20 Mio. zulässig.

## 9. Bedeutende Aktionäre der Anbieterin (Antrag Ziff. 2)

[59] Gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. b UEV hat der Angebotsprospekt anzugeben, welche Aktionäre und Aktionärsgruppen mehr als 3% an der Anbieterin halten und den Prozentsatz ihrer Beteiligung anzugeben (vgl. Verfügung 652/01 vom 14. Februar 2017 in Sachen *Actelion Ltd*, Erw. 7.4; Empfehlung 171/02 vom 21. August 2003 in Sachen *EIC Electricity SA*, Erw. 6.1).

[60] Die Anbieterin beantragt die Gewährung einer Ausnahme von Art. 19 Abs. 1 lit. b UEV dahingehend, dass die Identität der Aktionäre und Aktionärsgruppen sowie der Prozentsatz ihrer Beteiligung erst ab einer Beteiligung von mehr als 5% der Stimmrechte an DSV offen zu legen seien (Antrag Ziff. 2). Gemäss dänischem Recht (*Sections 38-41 Danish Capital Markets Act*) seien Aktionäre und Aktionärsgruppen erst ab einer Beteiligung von 5% der Stimmrechte an DSV zur Offenlegung verpflichtet. DSV stünden damit keine verlässlichen Informationen über Aktionäre und Aktionärsgruppen zur Verfügung, die mehr als 3% aber weniger als 5% der Stimmrechte an DSV halten würden. Somit würden DSV keine verlässlichen Informationen über Aktionäre und Aktionärsgruppen vorliegen, die 5% oder weniger, aber mehr als 3% der Stimmrechte von DSV halten. DSV habe auch anderweitig keinen Zugriff auf offizielle, verlässliche Quellen in Bezug auf Informationen über eine derartige Beteiligung von Aktionären oder Aktionärsgruppen.



[61] Gestützt auf Art. 4 Abs. 1 UEV ist vorliegend eine Ausnahme von Art. 19 Abs. 1 lit. b UEV aufgrund überwiegender Interessen gerechtfertigt. Der Anbieterin ist es aufgrund der für DSV geltenden Offenlegungs- bzw. Meldepflichten von *Sections 38-41 Danish Capital Markets Act* nicht möglich, Informationen über Aktionäre und Aktionärsgruppen, die 5% der Stimmrechte oder weniger halten, zu erlangen und zu veröffentlichen. Die Übernahmekommission gewährt der Anbieterin daher eine Ausnahme von der Bestimmung gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. b UEV dahingehend, dass die Identität von Aktionären oder Aktionärsgruppen sowie der Prozentsatz ihrer Beteiligung erst ab einer Schwelle von mehr als 5% der Stimmrechte offen zu legen ist (Verfügung 652/01 vom 14. Februar 2017 in Sachen *Actelion Ltd*, Erw. 9; Verfügung 621/01 vom 21. Dezember 2015 in Sachen *Micronas Semiconductor Holding AG*, Erw. 7).

[62] Die entsprechenden Angaben zu den bedeutenden Aktionären der Anbieterin sind im Angebotsprospekt unter lit. C, Ziff. 1 enthalten.

## 10. Vollzugaufschub (Antrag Ziff. 3)

[63] Die Anbieterin beantragt, es sei ihr zu gestatten, den Vollzug des Tauschangebots bis zum 2. Oktober 2019 aufzuschieben. Sie begründet dies damit, dass bereits zum jetzigen Zeitpunkt absehbar sei, dass der Vollzug des Tauschangebots aufgrund der erwarteten Dauer der bereits eingeleiteten regulatorischen Verfahren (erwähnt werden kartellrechtliche Verfahren in verschiedenen Jurisdiktionen wie z.B. der EU, Brasilien, China oder das Auslandsinvestitions-Kontrollverfahren vor dem zuständigen Ausschuss der US-Regierung, dem sog. *Committee on Foreign Investment in the United States [CFIUS]*) nicht innerhalb der ordentlichen Frist von zehn Börsentagen nach Ablauf der Nachfrist gemäss Art. 14 Abs. 6 UEV erfolgen könne. Die Anbieterin geht davon aus, dass der Vollzug nach Abschluss aller regulatorischen Verfahren am oder um den 2. Oktober 2019 stattfinden wird.

[64] Gemäss Art. 14 Abs 6 UEV muss ein Angebot in der Regel spätestens am zehnten Börsentag nach Ende der Nachfrist vollzogen sein. Bleibt das Angebot an Bedingungen geknüpft, so kann der Vollzug mit der vorgängigen Zustimmung der Übernahmekommission aufgeschoben werden, wobei der Zeitpunkt des Vollzugs des Angebots im Angebotsprospekt anzugeben ist.

[65] Gemäss Praxis der Übernahmekommission ist ein (unbegründeter) Aufschub des Vollzugs um bis zu vier Monate nach Ablauf der Nachfrist möglich, sofern sich dies der Anbieter im Angebotsprospekt vorbehalten hat (DIETER GERICKE/KARIN WIEDMER, a.a.O., Art. 14 Rn 25 mit Nachweisen).

[66] Die Nachfrist endet vorliegend voraussichtlich am 16. Juli 2019, weshalb der ordentliche Vollzug grundsätzlich bis am 30. Juli 2019 erfolgen müsste (vgl. Angebotsprospekt, lit. B, Ziff. 6). Der Angebotsprospekt enthält einen entsprechenden Vorbehalt, der die Anbieterin berechtigt, den Vollzug um bis zu vier Monate über den Ablauf der Nachfrist hinaus aufzuschieben (vgl. Angebotsprospekt, lit. B, Ziff. 7.3). Der beantragte Aufschub bis zum 2. Oktober 2019 beträgt ungefähr zwei Monate und liegt daher im Rahmen der vorerwähnten Viermonatsfrist gemäss Praxis.



Überdies liegt es im Interesse der Angebotsempfänger, bereits im Angebotsprospekt über das erwartete Vollzugsdatum informiert zu werden.

[67] Demnach wird der Anbieterin antragsgemäss gestattet, den Vollzug des Tauschangebots bis zum 2. Oktober 2019 aufzuschieben.

## 11. Verwaltungsratsbericht der Zielgesellschaft

[68] Gemäss Art. 132 Abs. 1 FinfraG hat der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einen Bericht zu veröffentlichen, in dem er zum Angebot Stellung nimmt. Die darin abgegebenen Informationen müssen wahr und vollständig sein. Der Verwaltungsratsbericht der Zielgesellschaft hat nach Art. 30 Abs. 1 UEV sämtliche Informationen zu enthalten, die notwendig sind, damit die Angebotsempfänger ihre Entscheidung in Kenntnis der Sachlage treffen können (vgl. Art. 30 ff. UEV).

### 11.1 Interessenkonflikte und Empfehlung

[69] Der Verwaltungsrat von Panalpina hat unter Berücksichtigung einer bei KPMG AG, Zürich (**KPMG**), in Auftrag gegebenen *Fairness Opinion* (vgl. hierzu Erw. 11.2 unten) entschieden, das Tauschangebot zur Annahme zu empfehlen.

[70] Zwei Mitglieder des Verwaltungsrates von Panalpina, Peter Ulber (anlässlich der Generalversammlung von Panalpina vom 9. Mai 2019 zurückgetreten) und Beat Walti befinden (bzw. im Fall von Peter Ulber befanden) sich in einem Interessenkonflikt. Sie sind zugleich Stiftungsräte der EGS, welche ihrerseits in gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handelt (vgl. Erw. 3.1). Peter Ulber und Beat Walti haben daher an den Verhandlungen und Beschlüssen in Bezug auf die Transaktionsvereinbarung nicht teilgenommen und an der Beschlussfassung vom 9. Mai 2019 zur Verabschiedung des Verwaltungsratsberichts nicht mitgewirkt. Die übrigen Verwaltungsratsmitglieder sind gemäss den Ausführungen im Verwaltungsratsbericht frei von Interessenkonflikten.

[71] Im Übrigen enthält der Verwaltungsratsbericht von Panalpina die gemäss Art. 32 UEV erforderlichen Angaben bezüglich der Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung.

### 11.2 Fairness Opinion

[72] Der Verwaltungsrat von Panalpina hat KPMG als unabhängige Expertin mit der Erstellung einer *Fairness Opinion* zur Angemessenheit des Angebotspreises beauftragt.

[73] KPMG hat die *Discounted Cash Flow*-Methode (**DCF-Methode**) als primäre Bewertungsmethode angewandt, in deren Rahmen auch Sensitivitätsanalysen mittels Anpassung der wichtigsten Werttreiber durchgeführt wurden (vgl. dazu Ziff. 4.1 der *Fairness Opinion*). Um die Plausibilität der Ergebnisse der DCF-Methode zu prüfen, wurden zusätzlich Analysen vorgenommen (Marktwertmethoden, d.h. *Trading* und *Transaction Multiples* [vgl. dazu Ziff. 4.2 der *Fairness*



Opinion] und Liquiditäts- und Aktienkursanalyse [vgl. dazu Ziff. 5 der Fairness Opinion])). Bezogen auf den Bewertungsstichtag vom 31. März 2019 ergab die DCF-Methode in einer Punktschätzung einen Wert von CHF 154.60 sowie eine Bewertungsbandbreite von CHF 147.60 bis CHF 161.60 je Panalpina-Aktie. Basierend auf dieser Auswertung beurteilt KPMG das Tauschangebot von DSV aus finanzieller Sicht als fair.

[74] Die von KPMG verwendeten Informationen und Bewertungsmethoden, die Bewertungsannahmen und die angewandten Parameter sowie deren Herleitung sind in der Fairness Opinion offen gelegt. Die Angebotsempfänger können die Einschätzung von KPMG nachvollziehen und ihren Entscheid über die Annahme oder Ablehnung des Tauschangebots von DSV 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.

### 11.3 Jahres- und Zwischenabschluss

[75] Gemäss Praxis der Übernahmekommission dürfen zwischen dem Bilanzstichtag des letzten veröffentlichten Jahres- oder Zwischenabschlusses der Zielgesellschaft und dem Ende der Angebotsfrist 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. zuletzt Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG*, Erw. 9.4).

[76] Am 17. April 2019 veröffentlichte Panalpina einen (ungeprüften) konsolidierten Quartalsabschluss (Stichtag 31. März 2019), der u.a. eine konsolidierte Erfolgsrechnung, eine Bilanz sowie eine Mittelflussrechnung beinhaltet und somit den Anforderungen an einen Zwischenabschluss gemäss geltender Praxis entspricht (vgl. Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG*, Erw. 9.4). Damit werden zwischen dem Bilanzstichtag des letzten Abschlusses (31. März 2019) und dem Ende der Angebotsfrist, voraussichtlich am 26. Juni 2019 (vgl. Angebotsprospekt, lit. L.), weniger als sechs Monate vergangen sein.

[77] Der Bericht des Verwaltungsrats bestätigt sodann, dass sich seit dem 31. März 2019, dem Datum der Veröffentlichung des letzten Zwischenabschlusses der Zielgesellschaft keine wesentlichen Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder in den Geschäftsaussichten der Zielgesellschaft ergeben haben.

[78] Der Bericht des Verwaltungsrats entspricht insoweit den gesetzlichen Anforderungen.

### 11.4 Übrige Informationen

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



## 12. Publikation

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

## 13. Gebühr

[81] Gemäss Art. 117 Abs. 2 FinfraV wird die Gebühr im Verhältnis zum Wert der Transaktion berechnet. Hierfür sind sämtliche vom Angebot erfassten Titel (Beteiligungspapiere und/oder Finanzinstrumente) sowie gegebenenfalls jene Titel zu berücksichtigen, welche in den zwölf Monaten vor der Veröffentlichung des Angebots erworben wurden (vgl. Verfügung 711/02 vom 25. Januar 2019 in Sachen *CEVA Logistics AG*, Erw. 11). Des Weiteren werden zur Bestimmung des Werts der Transaktion auch jene Titel herangezogen, welche die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen seit Veröffentlichung der Voranmeldung erworben haben.

[82] Gemäss Angebotsprospekt umfasst das Übernahmeangebot 23'750'000 Panalpina-Aktien zum VWAP-basierten Angebotspreis von CHF 186.63. Ein vorausgegangener Erwerb hat nicht stattgefunden und es wurden seit der Veröffentlichung der Voranmeldung keine Panalpina-Aktien erworben. Der Wert des gesamten Tauschangebots liegt somit bei CHF 4'432'462'500. Daraus ergibt sich gestützt auf Art. 117 Abs. 2 und 3 FinfraV eine Gebühr von CHF 250'000. Angesichts des erheblichen Umfangs der eingereichten Dokumente und der Anzahl und Komplexität der sich stellenden Rechtsfragen wird die Gebühr gestützt auf Art. 117 Abs. 3 FinfraV erhöht und auf CHF 300'000 festgesetzt. Es wird davon abgesehen, von dieser Gebühr die mit Verfügung 726/01, Dispositiv-Ziff. 8 erhobene Gebühr in der Höhe von CHF 20'000 abzuziehen (Art. 69 Abs. 6 UEV).



### **Die Übernahmekommission verfügt:**

1. Das öffentliche Tauschangebot von DSV A/S an die Aktionäre von Panalpina Welttransport (Holding) AG entspricht den gesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote.
2. Es wird festgestellt, dass die in der Transaktionsvereinbarung vom 1. April 2019 enthaltene Exklusivitätsvereinbarung in Bezug auf die Empfehlung des öffentlichen Tauschangebots von DSV A/S an die Aktionäre von Panalpina Welttransport (Holding) AG unzulässig ist.
3. Es wird eine Ausnahme dahingehend gewährt, dass die Identität der Aktionäre oder Aktionärsgruppen von DSV A/S sowie der Prozentsatz ihrer Beteiligung erst ab einer Schwelle von mehr als fünf Prozent der Stimmrechte offen zu legen ist.
4. Es wird DSV A/S gestattet, den Vollzug des öffentlichen Tauschangebots von DSV A/S an die Aktionäre von Panalpina Welttransport (Holding) AG bis zum 2. Oktober 2019 aufzuschieben.
5. Die vorliegende Verfügung wird am Tag der Publikation des Angebotsprospekts auf der Webseite der Übernahmekommission veröffentlicht.
6. Die Gebühr zu Lasten von DSV A/S beträgt CHF 300'000.

Der Präsident:

Thomas A. Müller

### **Diese Verfügung geht an die Parteien:**

- DSV A/S, vertreten durch Dr. Mariel Hoch und Dr. Eric Stupp, Bär & Karrer AG;
- Panalpina Welttransport (Holding) AG, vertreten durch Dr. Lorenzo Olgiati und Dr. Martin Weber, Schellenberg Wittmer AG;
- Ernst Göhner Stiftung, vertreten durch Dr. Daniel Daeniker und Dr. David Oser, Homburger AG;
- Cevian Capital II Master Fund LP, vertreten durch Hans-Jakob Diem, Lenz & Staehelin.



**Mitteilung 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 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.

—