



## Verfügung 752/01

vom 28. November 2019

Öffentliches Kaufangebot der BFW Holding AG an die Aktionäre der **BFW Liegenschaften AG** –  
Angebotsprospekt und Verwaltungsratsbericht

### Sachverhalt:

#### A.

Die BFW Liegenschaften AG (**BFW** oder **Zielgesellschaft**) ist eine im Jahr 2000 gegründete, schweizerische Immobiliengesellschaft in Form einer Aktiengesellschaft mit Sitz in Frauenfeld, Thurgau (UID: CHE-101.234.713). Der statutarische Zweck der BFW ist der Erwerb, die Erstellung, Veräusserung und Bewirtschaftung von Immobilien. Die BFW kann darüber hinaus alle damit zusammenhängenden Geschäfte tätigen, insbesondere auch Liegenschaftenhandel betreiben. Die BFW kann auch Immaterialgüterrechte erwerben, halten oder verwerten, im In- und Ausland Zweigniederlassungen errichten und sich an anderen Unternehmen beteiligen oder solche übernehmen und errichten. Das Aktienkapital der BFW beträgt CHF 20'663'182.70. Es ist eingeteilt in 2'887'407 Namen- bzw. Stammaktien mit einem Nennwert von je CHF 6.10 (**Namenaktie[n] Kategorie A**) und 5'000'000 Namen- bzw. Stimmrechtsaktien mit einem Nennwert von je CHF 0.61 (**Namenaktie[n] Kategorie B**) (die Namenaktien Kategorie A und die Namenaktien Kategorie B zusammen die **BFW Aktien**). Die Zielgesellschaft hält keine eigenen Aktien. Die Namenaktien Kategorie A waren vom 27. Juni 2005 bis zum 11. Juni 2007 an der BX Swiss AG (vormals BX Berne eXchange) (**BX**) und sind seit dem 12. Juni 2007 an der SIX Swiss Exchange (**SIX**) im Segment der Immobiliengesellschaften kotiert (Valorensymbol: BLIN; ISIN: CH0018206117; Valorennummer: 1820611). Die Namenaktien Kategorie A sind illiquide Beteiligungspapiere im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2: Liquidität im Sinne des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 (**UEK-Rundschreiben Nr. 2**).

Die BFW ist seit deren Kotierung im Jahr 2005 eine mehrheitlich kontrollierte Tochtergesellschaft der BFW Holding AG (vgl. dazu Sachverhalt Bst. B unten). Per Datum dieser Verfügung hält die BFW Holding AG direkt insgesamt 357'000 Namenaktien Kategorie A sowie sämtliche Namenaktien Kategorie B, entsprechend 67.9% der Stimmrechte und 25.3% des Aktienkapitals der BFW. Darüber hinaus hält die BFW Group AG, Frauenfeld, eine Schwestergesellschaft der BFW Holding AG, weitere 23'811 Namenaktien Kategorie A, entsprechend 0.3% der Stimmrechte und 0.7% des Aktienkapitals der BFW. Die BFW Group AG wird ebenso wie die BFW Holding AG vollständig von Beat Frischknecht, Weinfelden, kontrolliert und gehalten.

Zusammengefasst kontrolliert Beat Frischknecht (direkt oder indirekt) insgesamt rund 68.2% der Stimmrechte und rund 26.0% des Aktienkapitals der Zielgesellschaft.

Nach dem Kenntnisstand des Verwaltungsrats der BFW (vgl. dazu Angebotsprospekt, Abschnitt G, Ziff. 3.3; siehe ferner auch die unter <https://www.six-exchange->



regulation.com/de/home/publications/significant-shareholders.html abrufbaren Angaben der Datenbank der SIX über bedeutende Aktionäre) existieren neben der BFW Holding AG zwei weitere Aktionäre, die über mind. 3% der Stimmrechte an der BFW verfügen. Es sind dies:

- MV Immoextra Schweiz Fonds mit 5.01% der Stimmrechte (Bewilligungsträgerin: CACEIS [Switzerland] SA, Nyon); und
- AMG Substanzwerte Schweiz mit 5.56% der Stimmrechte (Bewilligungsträgerin: LLB Swiss Investment AG, Zürich).

#### B.

Die BFW Holding AG (**Anbieterin**) ist eine Holdinggesellschaft in der Form einer schweizerischen Aktiengesellschaft mit Sitz in Frauenfeld, Thurgau (UID: 100.954.868). Der hauptsächliche Gesellschaftszweck der Anbieterin liegt im Halten von Beteiligungen. Die Gesellschaft kann sich des Weiteren auch an anderen Unternehmungen des In- und Auslandes beteiligen, gleichartige oder verwandte Unternehmen erwerben oder sich mit solchen zusammenschliessen sowie Grundstücke erwerben oder weiterveräußern. Das Aktienkapital der Anbieterin beträgt insgesamt CHF 100'000, eingeteilt in 100'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 1.00.

Beat Frischknecht hält 100% der Stimmrechte und des Aktienkapitals der Anbieterin.

#### C.

Mit Blick auf ein *Going Private* der BFW haben die Anbieterin, die Zielgesellschaft, Beat Frischknecht sowie die BFW Group AG am 21. Oktober 2019 eine Transaktionsvereinbarung abgeschlossen (**Transaktionsvereinbarung**). In dieser Transaktionsvereinbarung hat sich die Anbieterin im Wesentlichen dazu verpflichtet, ein öffentliches Kaufangebot zwecks Übernahme aller sich im Publikum befindenden Namenaktien Kategorie A zu lancieren (das **Übernahmeangebot auf BFW**). Die Zielgesellschaft wiederum hat sich im Rahmen der Transaktionsvereinbarung u.a. dazu verpflichtet, das Übernahmeangebot auf BFW allgemein zu unterstützen und den Aktionären zur Annahme zu empfehlen, sofern (i) die vom Verwaltungsrat für seinen Bericht einzuholende *Fairness Opinion* das Übernahmeangebot auf BFW als fair und angemessen beurteilt, (ii) der Zielgesellschaft bis zum Ablauf der Angebotsfrist kein besseres Angebot eines Dritten vorliegt und (iii) die Prüfstelle einen positiven Prüfbericht zum Übernahmeangebot auf BFW abgegeben hat. Die BFW Group AG sodann hat sich in der Transaktionsvereinbarung dazu verpflichtet, die von ihr gehaltenen 23'811 Namenaktien Kategorie A ins Übernahmeangebot auf BFW anzudienen (zu den weiteren Inhalten der Transaktionsvereinbarung, siehe Angebotsprospekt, Abschnitt E, Ziff. 4).

Beat Frischknecht ist seit Unterzeichnung der Transaktionsvereinbarung am 21. Oktober 2019 in Bezug auf sämtliche mit dem Übernahmeangebot auf BFW im Zusammenhang stehende Geschäfte der Zielgesellschaft als Mitglied und Präsident des Verwaltungsrats und als deren *CEO* in den Ausstand getreten.





**D.**

Am 21. Oktober 2019 haben die Anbieterin und die Zielgesellschaft auch einen Darlehensvertrag unterzeichnet, in dem sich Letztere dazu verpflichtet hat, der Anbieterin ein Darlehen zu marktkonformen Bedingungen (*at arm's length*) zu gewähren. Die Darlehensgewährung steht unter dem Vorbehalt, dass das Übernahmeangebot auf BFW zustande gekommen ist und das Darlehen weder Gesetz noch Statuten widerspricht. Die Zielgesellschaft wird voraussichtlich auf den 10. Januar 2020 eine ausserordentliche Generalversammlung einberufen, um die statutarischen Grundlagen für die Gewährung dieses Darlehens an die Anbieterin zu schaffen.

**E.**

Am 26. November 2019 reichte die Anbieterin ein Gesuch um Vorprüfung des Angebotsprospekts gemäss Art. 59 Abs. 1 UEV mit den folgenden Anträgen bei der Übernahmekommission ein:

1. *Es sei der Angebotsprospekt der BFW Holding AG betreffend das öffentliche Kaufangebot an die Aktionäre der BFW Liegenschaften AG gemäss allfällig überarbeitetem Entwurf zu prüfen und festzustellen, dass das öffentliche Kaufangebot 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 Angebotsprospekts zu veröffentlichen.*

**F.**

Der Angebotsprospekt, der Verwaltungsratsbericht und die *Fairness Opinion* von IFBC AG, Zürich (IFBC), wurden der Übernahmekommission vor der Publikation zur Prüfung unterbreitet.

**G.**

Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus dem Präsidenten Thomas A. Müller, Mirjam Eggen sowie Beat Fellmann gebildet.

—

**Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:**

**1. Gegenstand des Angebots**

[1] Das Übernahmeangebot auf BFW bezieht sich auf alle sich im Publikum befindenden Namenaktien Kategorie A, einschliesslich jener Namenaktien Kategorie A, welche von der BFW Group AG gehalten werden. Es erstreckt sich nicht auf die von der Anbieterin bereits gehaltenen Namenaktien Kategorie A.

[2] Das Übernahmeangebot auf BFW erstreckt sich nicht auf die Namenaktien Kategorie B, welche allesamt bereits von der Anbieterin gehalten werden (siehe zum Ganzen auch die Aufstellung im Angebotsprospekt, Abschnitt B, Ziff. 2).



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

—

## **2. Handeln in gemeinsamer Absprache**

### **2.1 Grundsatz**

[4] 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.

[5] Die Anbieterin hat nach Art. 19 Abs. 1 lit. d UEV die in gemeinsamer Absprache mit ihr handelnden Personen im Angebotsprospekt offen zu legen.

### **2.2 Offenlegung im Angebotsprospekt**

[6] In gemeinsamer Absprache mit der Anbieterin handeln Beat Frischknecht und sämtliche direkt und indirekt von diesem beherrschte Gesellschaften und Personen, inklusive die BFW Group AG und die Zielgesellschaft.

[7] Der Angebotsprospekt enthält in Abschnitt C, Ziff. 5 die gemäss Art. 19 Abs. 1 Bst. d UEV erforderlichen Angaben in Form einer generellen Umschreibung, ohne die direkt oder indirekt kontrollierten und verwalteten Gesellschaften allesamt einzeln namentlich aufzulisten. Dies ist gemäss Praxis der Übernahmekommission zulässig, sofern die Prüfstelle eine vollständige Liste dieser Gesellschaften erhält. Im vorliegenden Fall hat die Prüfstelle Deloitte AG, Zürich (**Deloitte**), bestätigt, dass sie eine solche Liste bekommen hat.

### **2.3 Fazit**

[8] 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.

—

## **3. Keine Anwendung der Mindestpreisvorschriften**

### **3.1 Anwendungsbereich der Mindestpreisvorschriften**

[9] Art. 135 Abs. 2 FinfraG i.V.m. Art. 42 – 47 FinfraV-FINMA sehen einerseits für Pflichtangebote, d.h. Angebote, die gemacht werden müssen, wenn der Aktienbesitz einer Person die Limite von 33 1/3% übersteigt (vgl. dazu Art. 135 Abs. 1 FinfraG), einen Mindestpreis vor (**Mindestpreisvorschriften**). Gemäss Art. 9 Abs. 6 UEV finden die Mindestpreisvorschriften andererseits sodann auch auf alle Angebote Anwendung, bei denen der Erwerber – im Fall eines erfolgreichen



Angebots – so viele Aktien erwirbt, dass er zusammen mit einer allfälligen bereits vorher existierenden Beteiligung den Grenzwert von 33 1/3% überschreitet (sog. Kontrollwechsel-Angebot).

### 3.2 Kein Pflicht- bzw. Kontrollwechsel-Angebot

[10] Bei der Zielgesellschaft handelt es sich bereits seit deren Kotierung im Jahr 2005 um eine mehrheitlich kontrollierte Tochtergesellschaft der Anbieterin (vgl. Sachverhalt Bst. A). Bei dem Übernahmeangebot auf BFW handelt es sich demzufolge weder um ein Pflicht- noch um ein Kontrollwechsel-Angebot.

### 3.3 Ergebnis

[11] Aufgrund der Tatsache, dass es sich beim Übernahmeangebot auf BFW weder um ein Pflichtangebot, noch um ein Kontrollwechsel-Angebot handelt, finden die Mindestpreisvorschriften auf das Übernahmeangebot auf BFW keine Anwendung (mit der Folge, dass im vorliegenden Fall u.a. auch keine Unternehmensbewertung im Sinne von Art. 42 Abs. 4 FinfraV-FINMA notwendig wird).

—

## 4. Best Price Rule und Bestätigung der Prüfstelle

[12] 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*).

[13] Die Prüfstelle hat die Einhaltung der *Best Price Rule* zu bestätigen (Art. 28 Abs. 1 lit. d UEV). Es wird Deloitte AG, Zürich (**Deloitte**) 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.

—

## 5. Bedingungen

[14] Das Übernahmeangebot auf BFW steht unter den folgenden Bedingungen (vgl. Angebotsprospekt, Abschnitt B, Ziff. 9):

### 5.1 Bedingung (a): Mindestandienungsquote

*„Der Anbieterin liegen bei Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist gültige und unwiderrufliche Annahmeerklärungen für Namenaktien Kategorie A vor, die zusammen mit den von der Anbieterin gehaltenen Namenaktien Kategorie A und Namenaktien Kategorie B mindestens 90% aller BFW Aktien ent-*





*sprechen, die bei Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist ausgegeben sind“*

[15] Wenn der Anbieter sein Angebot an das Erreichen einer Mindeststimmrechtsbeteiligung an der Zielgesellschaft knüpft, darf die festgesetzte 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.

[16] Die Bedingung (a) sieht vor, dass nach Ende der Angebotsfrist so viele Annahmeerklärungen für Namenaktien Kategorie A vorliegen, dass die Anbieterin mindestens 90% aller BFW Aktien und damit auch mindestens 90% der Stimmrechte an BFW auf sich vereint. Angesichts der Tatsache, dass (i) die Anbieterin per Datum dieser Verfügung insgesamt bereits 5'357'000 BFW Aktien (nämlich 357'000 Namenaktien Kategorie A sowie sämtliche 5'000'000 Namenaktien Kategorie B) hält, entsprechend 67.9% der Stimmrechte der BFW, und (ii) sich das Übernahmeangebot auf BFW nicht auf die von der BFW Group AG gehaltenen 23'811 Namenaktien Kategorie A bezieht (vgl. dazu Erw. 1), ist es realistisch, dass diese Schwelle erreicht wird. Die Bedingung (a) ist damit bis zum Ende der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist zulässig.

## 5.2 Bedingung (b): Keine Untersagung

*„Kein Gericht und keine Behörde hat einen Entscheid, eine Verfügung oder eine ähnliche Anordnung erlassen, der bzw. die dieses Angebot oder dessen Vollzug oder die Übernahme der BFW durch die Anbieterin verhindert, verbietet oder für unzulässig erklärt.“*

[17] Die genannte Bedingung ist gemäss ständiger Praxis der Übernahmekommission bis zum Vollzug des Übernahmeangebots auf BFW zulässig (vgl. Verfügung 741/01 vom 6. September 2019 in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA*, Erw. 7.2).

## 5.3 Fazit

[18] Nach Gesagtem kann festgestellt werden, dass die Bedingungen des Übernahmeangebots auf BFW zulässig sind.

## 6. Bedeutende Aktionäre der Anbieterin

[19] Gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. b UEV hat der Angebotsprospekt Informationen zur Identität der Aktionärinnen und Aktionäre oder der Aktionärsgruppen, die über mehr als drei Prozent der Stimmrechte am Anbieter verfügen, sowie zum Prozentsatz ihrer Beteiligung zu enthalten. Anzugeben sind die direkt haltenden Aktionäre und die allenfalls wirtschaftlich Berechtigten (vgl.



Art. 10 Abs. 1 FinfraV-FINMA sowie Verfügung 630/03 vom 22. November 2017 in Sachen *gate-group Holding AG*, Erw. 2.1 und insbesondere 2.1.1; Empfehlung 171/02 vom 21. August 2003 in Sachen *EIC Electricity SA*, Erw. 6.1).

[20] Der Angebotsprospekt enthält die diesbezüglichen Angaben in Abschnitt C, Ziff. 3.

—

## 7. Verwaltungsratsbericht der BFW Liegenschaften AG

[21] 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. dazu im Einzelnen auch die Art. 30 ff. UEV).

### 7.1 Interessenkonflikte und Empfehlung

#### 7.1.1 Anforderungen gemäss UEV

[22] Gemäss Art. 32 Abs. 1 UEV hat der Bericht des Verwaltungsrats auf allfällige Interessenkonflikte von Mitgliedern des Verwaltungsrats oder der obersten Geschäftsleitung hinzuweisen. Im Bericht des Verwaltungsrats ist gemäss Art. 32 Abs. 2 UEV speziell darauf hinzuweisen, ob die einzelnen Mitglieder des Verwaltungsrats vertragliche Vereinbarungen oder andere Verbindungen mit dem Anbieter eingegangen sind (Bst. a); auf Antrag des Anbieters gewählt wurden (Bst. b); wiedergewählt werden sollen (Bst. c); Organ oder Arbeitnehmer des Anbieters oder einer Gesellschaft sind, die mit dem Anbieter in wesentlichen Geschäftsbeziehungen steht (Bst. d) sowie ihr Mandat nach Instruktionen des Anbieters ausüben (Bst. e). Der Bericht des Verwaltungsrats muss insbesondere auch auf die (finanziellen) Folgen hinweisen, die das Angebot für die einzelnen Mitglieder des Verwaltungsrats und der obersten Geschäftsleitung hat (Art. 32 Abs. 3 UEV). Der Bericht hat zudem offenzulegen, ob die Mandate der Mitglieder des Verwaltungsrats und der obersten Geschäftsleitung zu gleichwertigen Bedingungen weitergeführt werden bzw. die neuen Konditionen aufzuführen. Die entsprechenden Angaben müssen des Weiteren individuell erfolgen (vgl. u.a. Empfehlung 260/01 vom 13. Dezember 2005 in Sachen *Berna Biotech AG*, Erw. 6.2.2).

[23] Liegen Interessenkonflikte vor, so gibt der Bericht des Verwaltungsrats Rechenschaft ab über die (geeigneten) Massnahmen (wie z.B. Ausstand der vom Interessenkonflikt betroffenen Mitglieder des Verwaltungsrats; Bildung eines Ausschusses bestehend aus den unabhängigen Mitgliedern des Verwaltungsrats zur Beurteilung des Angebots und Ausarbeitung des Berichts des Verwaltungsrats; Prüfung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebots im Rahmen einer von einem unabhängigen Dritten erstellten *Fairness Opinion*), welche die Zielgesellschaft getroffen hat, um zu vermeiden, dass sich diese Interessenkonflikte zum Nachteil der





Angebotsempfänger auswirken (Art. 32 Abs. 4 UEV; vgl. zum Ganzen auch CATRINA LUCHSINGER GÄHWILER/ROGER AMMANN/MARK MONTANARI, in: ROLF SETHE/OLIVIER FAVRE/MARTIN HESS/STEFAN KRAMER/ANSGAR SCHOTT (Hrsg.), Kommentar zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz FinfraG, Zürich/Basel/Genf 2017, Rn 27 ff. zu Art. 132 FinfraG).

[24] Der Bericht kann unter Angabe des Abstimmungsverhältnisses empfehlen, das Angebot anzunehmen oder es zurückzuweisen; er kann aber auch die Vor- und Nachteile des Angebotes darlegen, ohne eine Empfehlung abzugeben (Art. 30 Abs. 3 und 4 UEV).

### 7.1.2 Ausführungen im Verwaltungsratsbericht der BFW Liegenschaften AG

[25] Gemäss den Ausführungen im Verwaltungsratsbericht der BFW (vgl. dazu Angebotsprospekt, Abschnitt G, Ziff. 3.1.1) setzen sich der Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung der BFW wie folgt zusammen:

- Mitglieder des Verwaltungsrats sind der Präsident Beat Frischknecht, der Vizepräsident André Robert Spathelf sowie Christian Wunderlin.
- Die Geschäftsleitung besteht aus Beat Frischknecht (*CEO*) und Andreas Brügger (*CFO*).

[26] Mit Blick auf mögliche Interessenkonflikte führt der Verwaltungsratsbericht der BFW aus, dass Beat Frischknecht als wirtschaftlich Berechtigter der Anbieterin (als einziger Stimmrechtsaktionärin) einem Interessenkonflikt unterliegt.

[27] Mit Blick auf die übrigen Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung wird im Verwaltungsratsbericht der BFW erläutert, dass (i) diese mit Ausnahme von bestimmten Geheimhaltungsvereinbarungen und Insidererklärungen keine vertraglichen Vereinbarungen oder andere Verbindungen mit der Anbieterin eingegangen seien, (ii) nicht als Organe oder Arbeitnehmer der Anbieterin und (iii) auch nicht als Organe oder Arbeitnehmer einer anderen Gesellschaft als der Zielgesellschaft qualifizierten, die mit der Anbieterin in wesentlichen Geschäftsbeziehungen steht. Es sei keines der übrigen Mitglieder des Verwaltungsrats auf Antrag der Anbieterin gewählt worden (sondern alle auf Antrag des Verwaltungsrats), auch wenn alle mit den Stimmen der Anbieterin gewählt wurden (vgl. dazu Angebotsprospekt, Abschnitt G, Ziff. 3.1.1) und die übrigen Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung würden ihre jeweiligen Funktionen auch nicht nach Instruktion der Anbieterin ausüben. Zuletzt gäbe es gegenüber den übrigen Mitgliedern des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung auch keine Zusicherung, dass sie nach Zustandekommen des Übernahmeangebots auf BFW in ihrer jeweiligen Funktion wiedergewählt würden (Beat Frischknecht bat Christian Wunderlin und André Robert Spathelf, bei Zustandekommen des Übernahmeangebots auf BFW jedenfalls noch bis zur Dekotierung der Namenaktien Kategorie A, gegebenenfalls auch über die laufende Amtsdauer hinaus, als Mitglieder des Verwaltungsrats zur Verfügung zu stehen, womit diese einverstanden waren).





[28] Um zu vermeiden, dass sich der erwähnte Interessenkonflikt von Beat Frischknecht zum Nachteil der Empfänger des Übernahmeangebots auf BFW auswirkt, wurden im vorliegenden Fall die folgenden Massnahmen ergriffen (vgl. dazu Angebotsprospekt, Abschnitt G, Ziff. 3.1.2):

- *Bildung eines Ausschusses:* Für die Behandlung des Übernahmeangebots auf BFW und die Verabschiedung damit verbundener Beschlüsse wurde ein Verwaltungsratsausschuss gebildet, dem alle Verwaltungsratsmitglieder ausser Beat Frischknecht angehören.
- *Ausstand:* Beat Frischknecht ist mit Blick auf Beschlüsse betreffend das Übernahmeangebot auf BFW in den Ausstand getreten (vgl. dazu auch Sachverhalt lit. C).
- *Prüfung der finanziellen Angemessenheit des Übernahmeangebots auf BFW im Rahmen einer Fairness Opinion:* Es wurde bei IFBC, eine *Fairness Opinion* im Sinne von Art. 30 Abs. 5 UEV in Auftrag gegeben. IFBC bestätigt, dass sie als Bewerterin im Sinne von Art. 30 Abs. 6 UEV für die Erstellung einer *Fairness Opinion* besonders befähigt und von der Zielgesellschaft sowie den mit dieser in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig ist.

[29] Der Verwaltungsrat der BFW hat unter Berücksichtigung der bei IFBC in Auftrag gegebenen *Fairness Opinion*, welche einen integrierenden Bestandteil des Berichts des Verwaltungsrats bildet, einstimmig beschlossen (unter interessekonfliktbedingtem Ausstand von Beat Frischknecht), den Aktionären der BFW das Übernahmeangebot auf BFW zur Annahme zu empfehlen (vgl. dazu Angebotsprospekt, Abschnitt G, Ziff. 2).

### 7.1.3 Würdigung der Ausführungen im Verwaltungsratsbericht der BFW Liegenschaften AG

[30] Die im vorliegenden Fall ergriffenen Massnahmen, insbesondere die Einholung einer *Fairness Opinion*, sind nach Ansicht der Übernahmekommission geeignet, die Auswirkungen von Interessenkonflikten zum Nachteil der Angebotsempfänger zu vermeiden.

### 7.1.4 Fazit

[31] Der Bericht des Verwaltungsrats enthält die gemäss Art. 30 ff. UEV erforderlichen Informationen, insbesondere die mit Blick auf Art. 32 UEV relevanten Angaben bezüglich der Mitglieder des Verwaltungsrats.

## 7.2 Fairness Opinion

[32] Wie hiervor erwähnt, hat der Verwaltungsrat der BFW die IFBC als unabhängige Expertin mit der Erstellung einer *Fairness Opinion* beauftragt zwecks Beurteilung der Frage, ob das Übernahmeangebot auf BFW aus Sicht der Publikumsaktionäre finanziell angemessen ist.



[33] IFBC hat für die Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Übernahmeangebots auf BFW Wertüberlegungen und Analysen zur BFW durchgeführt (vgl. zum Vorgehen und zur Bewertungsmethodik Ziff. 1.3 und 3.1 der *Fairness Opinion* von IFBC).

[34] Zwecks Bewertung der Zielgesellschaft hat sich IFBC primär auf die Ermittlung des sog. *Adjusted Net Asset Value* (ANAV) abgestützt, wobei der Bewertungsstichtag auf den 27. November 2019 gelegt wurde. Im Rahmen des ANAV-Ansatzes wurde zudem eine Sensitivitätsanalyse durchgeführt (vgl. zum angewandten ANAV-Ansatz die Ziff. 3.2 der *Fairness Opinion* von IFBC). Um die auf den ANAV gestützten Ergebnisse zu plausibilisieren, wurde die *Trading Multiples*-Methode angewandt (vgl. Ziff. 3.3 der *Fairness Opinion* von IFBC) und eine Aktienkursanalyse durchgeführt (vgl. Ziff. 3.4 der *Fairness Opinion* von IFBC). Im Anschluss an die erwähnten quantitativen Analysen wurden abschliessend auch mögliche Handlungsalternativen der Minderheitsaktionäre von BFW beschrieben und qualitativ beurteilt (vgl. Ziff. 4 der *Fairness Opinion* von IFBC).

[35] Bezogen auf den Bewertungsstichtag vom 27. November 2019 ergaben sich aus der Anwendung des ANAV-Ansatzes in einer Punktschätzung Werte von CHF 31.85 (ANAV exkl. Aufwertungspotential) bzw. CHF 42.17 (ANAV inkl. Aufwertungspotential) sowie über die Anwendung der Sensitivitätsanalyse Bewertungsbandbreiten von CHF 24.67 bis CHF 39.88 (ANAV exkl. Aufwertungspotential) bzw. von CHF 38.05 bis CHF 46.30 (ANAV inkl. Aufwertungspotential) je Namenaktie Kategorie A.

[36] Basierend auf dieser Auswertung beurteilt IFBC das Übernahmeangebot auf BFW mit einem Angebotspreis von CHF 44.25 je Namenaktie Kategorie A aus finanzieller Sicht als angemessen und fair (vgl. Ziff. 5 der *Fairness Opinion* von IFBC).

[37] Bei der Bewertung der Zielgesellschaft im Rahmen des ANAV-Ansatzes nimmt IFBC einen Illiquiditätsabschlag in der Höhe von 5.7% vor (vgl. Ziff. 3.2 der *Fairness Opinion* von IFBC). Angesichts (i) der massgeblichen Beteiligung der Anbieterin bzw. von Beat Frischknecht (der [direkt oder indirekt] insgesamt rund 68.2% der Stimmrechte der Zielgesellschaft kontrolliert) sowie (ii) der geringen Liquidität der Namenaktien Kategorie A (vgl. zum Ganzen Sachverhalt Bst. A) erscheint der von IFBC angewandte Illiquiditätsabschlag gerechtfertigt (siehe zuletzt Verfügung 741/01 vom 6. September 2019 in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA*, Erw. 9.2).

[38] Die von IFBC 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 IFBC nachvollziehen und ihren Entscheid über die Annahme oder Ablehnung des Übernahmeangebots auf BFW in Kenntnis der Sachlage treffen. Die *Fairness Opinion* ist transparent, plausibel und nachvollziehbar und damit im Sinne von Art. 30 Abs. 5 UEV hinreichend begründet.





### 7.3 Keine Abwehrmassnahmen

[39] Gemäss Art. 132 Abs. 2 FinfraG darf der Verwaltungsrat von der Veröffentlichung des Angebots bis zur Veröffentlichung des Ergebnisses keine Rechtsgeschäfte beschliessen, mit denen der Aktiv- oder Passivbestand der Gesellschaft in bedeutender Weise verändert würde. Gegebenenfalls ist im Verwaltungsratsbericht anzugeben, welche Abwehrmassnahmen die Zielgesellschaft zu ergreifen beabsichtigt oder bereits ergriffen hat (Art. 31 Abs. 2 UEV).

[40] Gemäss Verwaltungsratsbericht sind dem Verwaltungsrat keine Abwehrmassnahmen bekannt, die gegen das Kaufangebot ergriffen worden wären, und er beabsichtigt auch nicht, Abwehrmassnahmen zu ergreifen (vgl. Angebotsprospekt, Abschnitt G, Ziff. 3.4).

[41] Die im Angebotsprospekt erwähnten Liegenschaftsverkäufe (vgl. Angebotsprospekt, Abschnitt E, Ziff. 4 und G, Ziff. 2), zu welchen sich die BFW im Rahmen der Transaktionsvereinbarung verpflichtet hatte, wurden vor Veröffentlichung des Übernahmeangebots auf BFW vollzogen. Damit kann festgestellt werden, dass die Liegenschaftsverkäufe keine gesetzeswidrige Abwehrmassnahme im Sinne von Art. 132 Abs. 2 FinfraG darstellen (vgl. dazu auch Verfügung 730/01 vom 28. Mai 2019 in Sachen *Alpiq Holding AG*, Erw. 5).

### 7.4 Jahres- oder Zwischenabschluss

[42] 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 Zwischenabschlusses eingetreten sind (vgl. Verfügung 741/01 vom 6. September 2019 in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA*, Erw. 9.3; Verfügung 730/02 vom 9. Juli 2019 in Sachen *Alpiq Holding AG*; Erw. 10.4).

[43] Der Geschäftsbericht 2018 (mit Stichtag 31. Dezember 2018) der BFW wurde am 12. März 2019 bzw. der (ungeprüfte) erste Halbjahresbericht 2019 (mit Stichtag 30. Juni 2019) der BFW am 13. September 2019 veröffentlicht. Der (ungeprüfte) Zwischenabschluss 2019 (mit Stichtag 30. September 2019), der am Tag der Publikation des Angebotsprospekts zur vorliegenden Transaktion veröffentlicht werden soll, konstituiert den letzten veröffentlichten Jahres- oder Zwischenabschluss der BFW. Der Zwischenabschluss 2019 soll eine Bilanz sowie eine Erfolgs- und Mittelflussrechnung enthalten und wird somit grundsätzlich den Anforderungen an einen Zwischenabschluss gemäss geltender Praxis entsprechen (vgl. Verfügung 741/01 vom 6. September 2019 in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA*, Erw. 9.3; Verfügung 726/02 vom 10. Mai 2019 in Sachen *Panalpina Weltransport (Holding) AG*, Erw. 11.3). Damit werden zwischen dem Bilanzstichtag des letzten veröffentlichten Abschlusses (30. September 2019) und dem Ende der Angebotsfrist, voraussichtlich am 20. Januar 2020 (vgl. Angebotsprospekt, Abschnitt L), weniger als sechs Monate vergangen sein.



[44] Der Bericht des Verwaltungsrats bestätigt, dass sich seit dem 30. September 2019 keine wesentlichen Veränderungen in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder in den Geschäftsaussichten der Zielgesellschaft ergeben haben.

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

## 7.5 Übrige Informationen

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

—

## 8. Publikation (Antrag Ziff. 2)

[47] 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).

—

## 9. Gebühr

[48] 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 jene Titel zu berücksichtigen, welche in den zwölf Monaten vor der Veröffentlichung des Angebots erworben wurden (vgl. Verfügung 741/01 vom 6. September 2019 in Sachen *Groupe Baumgartner Holding SA*, Erw. 12; Verfügung 624/02 vom 7. März 2016 in Sachen *Syngenta AG*, Erw. 15).

[49] Gemäss Angebotsprospekt umfasst das Übernahmeangebot auf BFW 2'530'407 Namenaktien Kategorie A zum Angebotspreis von CHF 44.25. Zudem haben die Anbieterin und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen in den 12 Monaten vor der Publikation des Angebotsprospekts insgesamt 597'189 Namenaktien Kategorie A zu einem Preis von CHF 45.00 erworben. Der Wert des gesamten Übernahmeangebots auf BFW liegt somit bei CHF 138'844'015. Daraus ergibt sich gestützt auf Art. 117 Abs. 2 und 3 FinfraV eine Gebühr von CHF 69'422 zu Lasten der Anbieterin.

—





**Die Übernahmekommission verfügt:**

1. Das öffentliche Kaufangebot der BFW Holding AG an die Aktionäre der BFW Liegenschaften AG entspricht den gesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote.
2. Diese Verfügung wird am Tag der Publikation des Angebotsprospekts auf der Webseite der Übernahmekommission veröffentlicht.
3. Die Gebühr zu Lasten der BFW Holding AG beträgt CHF 69'422.

Der Präsident:

I.V.

Thomas A. Müller



**Diese Verfügung geht an die Parteien:**

- BFW Holding AG, vertreten durch Dr. Mark Montanari und Dr. Catrina Luchsinger Gähwiler, FRORIEP Legal AG;
- BFW Liegenschaften AG, vertreten durch Dr. Felix Egli, Vischer AG.

**Mitteilung an:**

Deloitte 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.

—

**Einsprache (Art. 58 der Übernahmeverordnung, SR 954.195.1):**

Ein Aktionär, welcher eine Beteiligung von mindestens drei Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, nachweist (qualifizierter Aktionär, Art. 56 UEV) und am Verfahren bisher nicht teilgenommen hat, kann gegen die vorliegende Verfügung Einsprache erheben. Die Einsprache ist bei der Übernahmekommission innerhalb von fünf Börsentagen nach der Veröffentlichung der vorliegenden Verfügung einzureichen. Sie muss einen Antrag und eine summarische Begründung sowie den Nachweis der Beteiligung gemäss Art. 56 Abs. 3 und 4 UEV enthalten (Art. 58 Abs. 3 UEV).

—