



---

Abteilung II  
B-5272/2009  
{T 0/2}

## **Urteil vom 30. November 2010**

---

Besetzung

Richterin Eva Schneeberger (Vorsitz),  
Richter Ronald Flury, Richter Frank Seethaler,  
Richter Philippe Weissenberger,  
Richter Francesco Brentani,  
Gerichtsschreiberin Beatrice Grubenmann.

---

Parteien

**Sarasin Investmentfonds AG**, Basel,  
vertreten durch Rechtsanwälte Paul Bürgi, und PD Dr.  
Urs Schenker, beide Zürich,  
Beschwerdeführerin,

gegen

1. **Quadrant AG**, Lenzburg,  
vertreten durch Rechtsanwälte Dr. Dieter Dubs und  
Dr. Mariel Hoch Classen, beide Zürich,

2. **Aquamit B.V.**, Amsterdam,  
vertreten durch Rechtsanwälte Dr. Rudolf Tschäni und  
Tino Gaberthüel, beide Zürich,

Beschwerdegegnerinnen,

**Eidg. Finanzmarktaufsicht FINMA**, Bern,  
Vorinstanz,

**Übernahmekommission (UEK)**, Zürich,  
Erstinstanz.

---

Gegenstand

Öffentliches Kaufangebot.

**Sachverhalt:****A.**

Die Quadrant AG (nachfolgend: Beschwerdegegnerin 1 bzw. Quadrant) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Lenzburg. Ihre Aktien (2'750'560 Namenaktien, Nennwert von CHF 10.–) waren an der SIX Swiss Exchange kotiert. Mitsubishi Plastics, Inc. (Mitsubishi Plastics) ist eine Gesellschaft nach japanischem Recht mit Sitz in Tokio.

Am 1. Mai 2009 unterzeichneten vier Verwaltungsratsmitglieder der Quadrant, Dr. Adrian Niggli, Dr. Arno Schenk, Dr. René-Pierre Müller und Dr. Walter Gruebler (nachfolgend: Management bzw. Mitglieder des Managements) untereinander ein Shareholder Agreement sowie mit Mitsubishi Plastics einen Rahmenvertrag (Framework Agreement, nachfolgend: Rahmenvertrag) und ein Joint Venture Agreement. Diese Verträge regelten insbesondere das gemeinsame Vorgehen in Bezug auf das geplante öffentliche Kaufangebot für Quadrant.

Gestützt auf diese Verträge gründete das Management gleichentags durch Sacheinlage die Aquamit B.V. (nachfolgend: Beschwerdegegnerin 2 bzw. Aquamit), eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach niederländischem Recht mit Sitz in Amsterdam. Das Management brachte seinen gesamten Bestand an Aktien und Optionen der Quadrant als Sacheinlage in die Aquamit ein, insgesamt 433'019 Quadrant-Aktien und 113'500 Quadrant-Verwaltungsratsoptionen. Unmittelbar nach der Gründung verkaufte das Management je 50 % der von den einzelnen Aktionären gehaltenen Aquamit-Aktien an Mitsubishi Plastics zum Preis von insgesamt CHF 25'710'822.75. Gemäss Angebotsprospekt setzte sich dieser Preis zusammen aus einem Preis von CHF 114.50 pro eingebrachte Quadrant-Aktie und CHF 16.22 pro eingebrachte Quadrant-Verwaltungsratsoption. In der Folge sahen die Beteiligungsverhältnisse an Aquamit wie folgt aus:

Aktionär	Beteiligung in Aktien	Stimmrechte
Mitsubishi Plastics	1'299'057	50.000 %
Dr. Adrian Niggli	436'623	16.805 %
Dr. Arno Schenk	414'705	15.962 %
Dr. René-Pierre Müller	365'757	14.078 %
Dr. Walter Gruebler	81'972	3.155 %

Am 1. Mai 2009 unterzeichneten Aquamit und Quadrant ein Transaction Agreement, in dem die Übernahme von Quadrant durch Aquamit und anschliessende Dekotierung von Quadrant vorgesehen wurde, sowie zwei Share Purchase Agreements, aufgrund derer Aquamit 54'779 Quadrant-Aktien gegen 48'000 Aktien von Nippon Polypenco Ltd. tauschte bzw. 104'736 Quadrant-Aktien zum Preis von CHF 86.– pro Aktie von Quadrant erwarb. Die Aktien von Nippon Polypenco Ltd. hatte Aquamit gleichentags zum Preis von CHF 4'711'000.– von Mitsubishi Plastics gekauft.

Gestützt auf die erwähnten Verträge mit dem Management unterzeichnete Mitsubishi Plastics gleichentags mit Aquamit u.a. einen Darlehensvertrag (Mitsubishi Loan Agreement, nachfolgend: Darlehensvertrag) und einen Wandelanleihevertrag (Convertible Bonds Agreement, nachfolgend: PTO-Wandelanleihevertrag), welche die Gewährung eines Darlehens an Aquamit sowie den Erwerb einer von Aquamit auszubehenden Wandelanleihe durch Mitsubishi Plastics regelten.

Mit Verträgen vom 3. Mai 2009 erwarb Aquamit von Swiss Small Cap Invest AG, Corisol Holding AG und KWE Beteiligungen AG insgesamt 306'052 Quadrant-Aktien zu einem Preis von CHF 104.50 pro Aktie.

#### **B.**

Am 4. Mai 2009 kündete Aquamit an, dass sie ein öffentliches Kaufangebot zum Preis von CHF 86.– pro Aktie für alle im Publikum befindlichen Namenaktien der Quadrant unterbreiten werde. Zu diesem Zeitpunkt hielt Aquamit 21.54 % des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals an Quadrant sowie Optionen, die zum Bezug von weiteren 4.13 % berechtigten.

#### **C.**

Am 14. Mai 2009 beantragte die Sarasin Investmentfonds AG (nachfolgend: Beschwerdeführerin) bei der Übernahmekommission (nachfolgend auch: Erstinstanz) sofortige Parteistellung und verlangte Akteneinsicht. Zu jenem Zeitpunkt hielt sie eine Beteiligung von 2.18 % der Stimmrechte der Quadrant.

Mit verfahrensleitender Verfügung vom 18. Mai 2009 wies die Erstinstanz das Gesuch der Beschwerdeführerin teilweise ab. Sie begründete ihr Vorgehen damit, dass ein qualifizierter Aktionär frühestens im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospektes

oder im Zeitpunkt der Veröffentlichung der erstinstanzlichen Verfügung zum Angebot, wenn diese vor dem Angebotsprospekt veröffentlicht werde, Parteistellung erhalten könne.

**D.**

Mit Bericht vom 28. Mai 2009 bestätigte die Deloitte AG als Prüfstelle, dass der ihr von der Aquamit vorgelegte Angebotsprospekt den gesetzlichen Vorgaben entspreche und insbesondere die Bestimmungen über die Mindestpreisvorschriften eingehalten seien.

**E.**

Mit Verfügung Nr. 410/01 vom 29. Mai 2009 stellte die Erstinstanz fest, dass das Angebot der Aquamit für alle sich im Publikum befindlichen Namenaktien der Quadrant den gesetzlichen Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote entspreche.

**F.**

Das Angebot der Aquamit wurde am 2. Juni 2009 veröffentlicht. Der Angebotspreis pro Aktie der Quadrant betrug CHF 86.–. Im Angebotsprospekt wurde ausgeführt, dieser Preis entspreche einer Prämie von 57.8 % gegenüber dem volumengewichteten Durchschnittskurs der Aktie während den letzten 60 Börsentagen vor der Publikation der Voranmeldung vom 4. Mai 2009 und liege 24.9 % unter dem höchsten von Aquamit oder von mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen (ausser Quadrant) in den letzten zwölf Monaten bezahlten Preis von CHF 114.50 pro Quadrant-Aktie. Der höchste in diesem Zeitraum für Finanzinstrumente bezahlte Preis betrage CHF 16.22 und sei im Rahmen der Übertragung der Aquamit-Aktien indirekt für die Quadrant-Verwaltungsratsoptionen entrichtet worden. Diese Optionen seien durch die Bank Vontobel AG nach der Black-Scholes-Methode bewertet worden, wobei die Quadrant-Aktien zu einem Wert von je CHF 107.50 in die Berechnung eingesetzt worden seien. Die Angebotsfrist lief zunächst vom 17. Juni 2009 bis 14. Juli 2009.

**G.**

Am 4. Juni 2009 gewährte die Erstinstanz der Beschwerdeführerin Akteneinsicht.

**H.**

Die Beschwerdeführerin erhob am 9. Juni 2009 Einsprache gegen die Verfügung Nr. 410/01 der Erstinstanz. Im Hauptantrag verlangte sie

eine Erhöhung des Angebotspreises. Dieser habe dem Preis zu entsprechen, der den nicht-exekutiven Verwaltungsräten der Quadrant im Zusammenhang mit ihren Optionen angeboten worden sei, nämlich CHF 187.25, eventualiter sei er durch einen neutralen Gutachter zu bestimmen. Eventualiter sei der Angebotspreis auf 75 % des Preises zu erhöhen, der sich aus dem Vorerwerb der Mitarbeiteroptionen des Managements zum Preis von CHF 16.22 ergebe, nämlich CHF 174.38 bzw. gemäss Bestimmung durch einen neutralen Gutachter. Oder, falls dieser Wert höher sei, sei der Angebotspreis auf 75 % des Preises zu erhöhen, der sich aus der Summe von CHF 114.50 zuzüglich der zu Verkehrswerten bewerteten Zusatzleistungen ergebe, die das Management im Rahmen der Transaktion erhalte, insbesondere bezüglich Finanzierung der Aquamit, Refinanzierung der Quadrant, Vorkauf- und Mitverkaufsrechte, wobei der Wert dieser Zusatzleistungen durch einen neutralen Gutachter zu bestimmen sei.

**I.**

Mit Stellungnahmen vom 12. Juni 2009 beantragten Aquamit und Quadrant die Abweisung der Einsprache. Gleichentags nahm auch die Prüfstelle Stellung zur Frage der Berücksichtigung allfälliger Zusatzleistungen.

**J.**

Die Erstinstanz wies die Einsprache mit Verfügung Nr. 410/02 vom 16. Juni 2009 ab. Zur Begründung führte sie aus, eine Umgehung der Best Price Rule sei nicht ersichtlich. Zwar hätten zwei Verwaltungsräte gestützt auf einen Verwaltungsratsoptionsplan Optionen erworben und aufgrund dieses Plans das Recht, im Fall eines verbindlichen Übernahmeangebots innert 30 Tagen die Optionen auszuüben oder den Kauf rückgängig zu machen, beides zu einem im Optionsplan vorbestimmten Preis. Die beiden Verwaltungsräte hätten indessen bisher keinen Gebrauch von dieser Möglichkeit gemacht. Vor allem aber sei der Optionsplan bzw. der Vertrag, der ihnen dieses Recht einräume, anfangs 2008 und damit nicht "im Hinblick" auf das Kaufangebot abgeschlossen worden. Die allfällige Rücknahme der Optionen unterliege daher nicht der Best Price Rule. Das Black-Scholes-Modell sei eine marktgängige Bewertungsmethode. Die Prüfstelle habe die Berechnung geprüft und deren Richtigkeit bestätigt. Es gebe daher keine genügenden Gründe, um diese Methode als untauglich erscheinen zu lassen. Es gebe auch keinen Grund für eine Addition von Optionsprämie und Ausübungspreis; in dem von der Beschwerdeführerin an-

geführten Präzedenzfall habe ein anderer Sachverhalt vorgelegen. Die Rüge, dass das Management noch wesentliche Leistungen oder Zusatzleistungen erhalten habe, sei unbegründet. Es handle sich um ein Joint Venture zwischen Mitsubishi Plastics und dem Management. Dementsprechend bestehe es aus einem Komplex von Leistungen verschiedenster Art unter den Partnern. Diese dürften nicht isoliert betrachtet werden. Mitsubishi Plastics bringe als Joint Venture-Partner die Finanzierung ein, während das Management für die operative Führung mit ihrem Wissen und ihrer Erfahrung zur Verfügung stehe. Die Finanzierung sei eher mit einer bona fide Konzernfinanzierung vergleichbar; die Vorzüge kämen dem Joint Venture zugute und stünden in einem ausgewogenen Verhältnis zur Transaktion. Das "Founders' Right" stelle eine Option für das Management dar, doch sei die Realisierung sehr ungewiss. Es stelle daher keine wesentliche Zusatzleistung dar. Die Vorkaufs- und Mitverkaufsrechte des Managements gemäss dem Aktionärsbindungsvertrag enthielten keine geldwerte Leistung. Weder Aquamit noch Mitsubishi Plastics seien Vertragspartei. Das Vorgehen des Verwaltungsrates der Quadrant sei nicht zu beanstanden. Eine offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts sei nicht erkennbar. Insgesamt kam die Erstinstanz zum Schluss, dass das Kaufangebot den gesetzlichen Bestimmungen entspreche.

#### **K.**

Gegen diese Verfügung erhob die Beschwerdeführerin am 23. Juni 2009 Beschwerde bei der Eidg. Finanzmarktaufsicht FINMA (nachfolgend auch: Vorinstanz) und beantragte, die Verfügung Nr. 410/02 der Erstinstanz sei aufzuheben und der Angebotspreis sei auf 75 % des Preises zu erhöhen, der sich aus CHF 114.50 zuzüglich der zu Verkehrswerten bewerteten Zusatzleistungen oder aus dem Aktienwert, berechnet aufgrund des Erwerbs der Mitarbeiteroptionen zum Preis von CHF 16.22 zuzüglich der zu Verkehrswerten bewerteten Zusatzleistungen, ergebe. Eventualiter sei der Angebotspreis auf den Preis zu erhöhen, der den nicht-exekutiven Verwaltungsräten der Quadrant für den Rückkauf ihrer Option durch die Zielgesellschaft angeboten werde. Die Beschwerdeführerin stellte zudem verschiedene Verfahrensanträge. Sie verlangte insbesondere, dass die Annahmefrist des Angebotes bis zur Klärung des Angebotspreises auszusetzen sei.

**L.**

Am 1. Juli 2009 beantragten Quadrant und Aquamit die Abweisung der Beschwerde.

**M.**

Mit Verfügung vom 8. Juli 2009 wies die Vorinstanz die Beschwerde ab und bestätigte die Verfügung Nr. 410/02 vom 16. Juni 2009 der Erstinstanz. Zur Begründung führte sie aus, der höchste Preis pro Aktie der Quadrant, der in den letzten zwölf Monaten vor Publikation der Voranmeldung bezahlt worden sei, habe CHF 114.50 pro Aktie betragen. Mit einem Abschlag von 24.9 % entspreche dies dem angebotenen Preis von CHF 86.–. Zusatzleistungen, die im Rahmen eines vorgängigen Erwerbs erbracht würden, seien zu berücksichtigen, wenn sich im konkreten Einzelfall aufgrund einer Gesamtbetrachtung ein Leistungsmissverhältnis zugunsten einer Partei ergäbe, und dieses Missverhältnis überdies wesentlich sei. Die Feststellung und gegebenenfalls Bewertung zusätzlicher Leistungen sei Sache der Anbieterin. Die Prüfstelle habe die Angemessenheit zu prüfen. Vorliegend seien deren Ausführungen transparent, plausibel und nachvollziehbar. Dass Mitsubishi Plastics, die ein industrieller und strategischer Partner der Quadrant sei, eine Finanzierung zu vergleichsweise günstigeren Zinskonditionen als eine Investmentbank gewährt habe, sei sachgerecht und vertretbar. Ausserdem sei die Verzinsung nicht zur Umgehung der Mindestpreisregeln festgelegt worden. Das Darlehen sei durch Verpfändung eines grossen Teils der Aktien der Zielgesellschaft gesichert, der gewährte Zinssatz sei analog zu den Zinssätzen anderer Gruppengesellschaften von Mitsubishi Plastics, und Mitsubishi Plastics gebe die guten Konditionen an den Kreditnehmer weiter. Die Leistungen seien daher nicht unangemessen und die Vertragspartner würden sich im Joint Venture optimal ergänzen. Die "Founders' Rights" seien im Rahmen einer Gesamtbetrachtung anzuschauen. Die Auffassung der Prüfstelle, eine Bewertung dieser Rechte durch einen neutralen Gutachter sei überflüssig, weil jegliche Berechnung nicht objektivierbar und angreifbar wäre, sei nachvollziehbar. Zudem liege es im alleinigen Ermessen von Mitsubishi Plastics, ob das Management nach Ablauf der ursprünglichen Laufzeit der Anleihe jemals die Möglichkeit haben werde, die Aktien gemäss den Bestimmungen des Joint Venture-Vertrages zu verkaufen. Der Ansicht der Beschwerdeführerin, wonach das Management keine Leistungen erbringe und sein Know-how keine Rolle spiele, könne nicht gefolgt werden. Die Erfahrung des Managements habe durchaus einen öko-

nomischen Wert. Es sei anzunehmen, dass Mitsubishi Plastics den Joint Venture ohne die Mitwirkung des Managements nicht eingegangen wäre. Es handle sich dabei nicht nur um eine finanzielle Transaktion, sondern auch um eine strategische und operative Partnerschaft. Im Ergebnis gebe es daher keine weiteren "wesentlichen" Leistungen, die zu bewerten wären. Die Black-Scholes-Methode sei marktgängig und nach ständiger Praxis der Erstinstanz für die Bewertung von Optionen akzeptiert. Die Prüfgesellschaft halte das Gutachten Zimmermann für nicht praktikabel, denn es öffne Tür und Tor für subjektive Einschätzungen. Es sei ohnehin nicht möglich, den Wert einer Option im Vorfeld eines Kaufangebots objektiv zu ermitteln. Ausserdem sei es fragwürdig, für jedes Angebot unterschiedliche Bewertungsformeln anzuwenden. Die Bewertung der Optionen im Sacheinlagevertrag und im Rahmen des Kaufangebots könnten nicht miteinander gleichgesetzt werden. Ein Bewertungsgutachten einer unabhängigen Prüfgesellschaft sei nicht erforderlich, sondern die Bewertung durch die Anbieterin bzw. durch die von ihr beauftragte Bank genüge. Es sei auch nicht erforderlich, ein Gutachten zum Wert der Verwaltungsoptionen der übrigen Verwaltungsratsmitglieder einzuholen, denn das Übernahmeangebot beziehe sich ausschliesslich auf die im Publikum befindlichen Aktien der Quadrant, nicht auch auf Finanzinstrumente. Im vorliegenden Fall verschafften diese Optionen keine zusätzlichen Aktien, sondern es handle sich nur um eine Rückabwicklung ohne unangemessene Prämie. Der Vorwurf der Beschwerdeführerin, das Angebot verstosse gegen das Lauterkeitsgebot und gegen gesellschaftsrechtliche Pflichten, sei unbegründet.

**N.**

Am 14. Juli 2009 verlängerte Aquamit die Angebotsfrist bis zum 6. August 2009.

**O.**

Gegen den Beschwerdeentscheid der Vorinstanz vom 8. Juli 2009 hat die Beschwerdeführerin am 19. August 2009 Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht erhoben. Sie beantragt, die angefochtene Verfügung sei kostenfällig aufzuheben und der Angebotspreis des öffentlichen Angebotes von Aquamit für sämtliche Aktien der Quadrant sei auf mindestens CHF 246.44 anzuheben; eventualiter sei die angefochtene Verfügung aufzuheben und die Sache sei zur Feststellung des Sachverhalts und zur neuen Beurteilung an die Vorinstanz zurückzuweisen.



**P.**

Bis zum Ablauf der Nachfrist zur Andienung der Quadrant-Aktien im Rahmen des Angebots am 26. August 2009 wurden Aquamit insgesamt 1'723'256 Quadrant-Aktien, d.h. 62.66 % aller Quadrant-Aktien, angedient. Zusammen mit den bereits von Aquamit gehaltenen Aktien entsprach dies einer Beteiligung von 2'621'842 Quadrant-Aktien, d.h. 95,33 % des Aktienkapitals und der Stimmrechte von Quadrant. Der endgültige Vollzug des Kaufangebots erfolgte am 9. September 2009.

**Q.**

In ihrer Vernehmlassung vom 25. September 2009 führt die Erstinstanz aus, nachdem die Beschwerdeführerin 75'000 Aktien der Quadrant im Rahmen des öffentlichen Angebotes Aquamit angedient habe, halte sie nicht mehr 2 % der Stimmrechte der Quadrant. Durch die Veräusserung dieser Beteiligung habe sie daher ihre Parteistellung verloren. Im Übrigen verweist sie auf ihre Verfügungen 410/01 und 410/02.

**R.**

Mit Vernehmlassung vom 25. September 2009 beantragt auch die Vorinstanz, auf die Beschwerde sei nicht einzutreten.

**S.**

Mit Beschwerdeantwort vom 22. Oktober 2009 beantragt Quadrant, auf die Beschwerde sei mangels Beschwerdelegitimation der Beschwerdeführerin nicht einzutreten, eventualiter sei sie abzuweisen.

**T.**

Mit Beschwerdeantwort vom 23. Oktober 2009 beantragt Aquamit, auf die Beschwerde sei mangels Beschwerdelegitimation der Beschwerdeführerin nicht einzutreten bzw. sie sei abzuschreiben; eventualiter sei sie abzuweisen.

**U.**

Mit Replik vom 8. Januar 2010 hält die Beschwerdeführerin an den ihren Anträgen und Ausführungen fest.

**V.**

Mit Dupliken vom 12. März 2010 halten Aquamit und Quadrant an ihren bisherigen Anträgen fest.

## **Das Bundesverwaltungsgericht zieht in Erwägung:**

### **1.**

Die Vorinstanzen und die Beschwerdegegnerinnen bestreiten vorab, dass die Beschwerdeführerin zur Beschwerde legitimiert sei.

Das Bundesverwaltungsgericht prüft ohnehin von Amtes wegen und mit voller Kognition, ob die Prozessvoraussetzungen erfüllt sind und auf eine Beschwerde einzutreten ist.

**1.1** Das Bundesverwaltungsgericht ist zuständig für die Beurteilung von Beschwerden gegen Entscheide der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA in Übernahmesachen (Art. 31 des Bundesgesetzes über das Bundesverwaltungsgericht vom 17. Juni 2005 [Verwaltungsgerichtsgesetz, VGG, SR 173.32] i.V.m. Art. 5 Abs. 2 des Bundesgesetzes über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968 [VwVG, SR 172.021] und Art. 33 Bst. e VGG i.V.m. Art. 33d Abs. 1 des Börsengesetzes vom 24. März 1995 [BEHG, SR 954.1]). Ein Ausschlussgrund (Art. 32 VGG) liegt nicht vor.

**1.2** Die Beschwerde wurde innerhalb der gesetzlichen Frist eingereicht und der Kostenvorschuss wurde rechtzeitig geleistet (Art. 33d Abs. 2 BEHG i.V.m. Art. 22a Abs. 1 Bst. b VwVG bzw. Art. 63 Abs. 4 VwVG).

**1.3** Die Vorinstanzen und die Beschwerdegegnerinnen machen geltend, die Beschwerdeführerin sei aufgrund der spezialgesetzlichen Bestimmungen nicht mehr zur Beschwerdeführung legitimiert, weil sie nicht mehr 2 % der Quadrant-Aktien halte. Die Beschwerdeführerin habe zwar aufgrund ihrer Beteiligung von mehr als 2 % der Stimmrechte der Quadrant im Verfahren vor der Erst- und Vorinstanz Parteistellung erhalten. In der Zwischenzeit habe sie aber 75'000 Aktien angedient und damit bereits im Zeitpunkt der Beschwerdeerhebung nur noch über eine Beteiligung von 100 Aktien oder 0.0036 % der Stimmrechte verfügt. Die spezialgesetzliche Bestimmung im Börsengesetz, wonach nur Aktionäre mit mindestens 2 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft Parteistellung verlangen könnten, müsse auch für das Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht gelten. Wenn ein qualifizierter Aktionär nicht mehr 2 % an der Zielgesellschaft halte, entfalle die Parteistellung. Nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung sei die Frage der Parteistellung in den verschiedenen Verfahrensstadien vor der Übernahmekommission und vor der FINMA überein-

stimmend zu lösen. Dies müsse unter dem neuen Recht auch für das Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht gelten. Auch in Bezug auf das Kartellrecht habe das Bundesgericht entschieden, die Bestimmung, wonach nur den beteiligten Unternehmen Parteirechte zukommen, finde auch auf das Beschwerdeverfahren Anwendung, da sonst die vom Gesetzgeber beabsichtigte Beschleunigung des Verfahrens bei Unternehmenszusammenschlüssen gefährdet würde. Die im Börsengesetz statuierte 2 %-Schwelle bezwecke ebenfalls, eine übermässige Belastung des Verfahrens zu verhindern. Bei Übernahmen sei das Bedürfnis nach einer besonders raschen Erledigung der Verfahren zu berücksichtigen und Rechtsunsicherheiten sollten vermieden werden. In Anwendung der Prinzipien, die der kartellrechtlichen Rechtsprechung zugrunde lägen, müsse auch bei Übernahmesachen gelten, dass zur Beschwerde nur Aktionäre legitimiert seien, die ununterbrochen bis zur endgültigen Urteilsfällung durch das Bundesverwaltungsgericht eine Beteiligung von mindestens 2 % der Stimmrecht an der Zielgesellschaft hielten.

**1.3.1** Das Börsengesetz sieht für das Verfahren vor der Übernahmekommission vor, dass der Anbieter, Personen, die mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handeln, die Zielgesellschaft sowie Aktionäre mit mindestens 2 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft Parteistellung haben oder bei der Übernahmekommission beanspruchen können (Art. 33b Abs. 2 und 3 BEHG). Im Rahmen der Regelung des Beschwerdeverfahrens vor der FINMA verweist das Gesetz ausdrücklich auf diese Bestimmung und erklärt sie als ebenfalls anwendbar (Art. 33c Abs. 3 BEHG). Für das in Art. 33d BEHG geregelte Beschwerdeverfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht fehlt dagegen ein entsprechender Verweis. Das Börsengesetz bestimmt lediglich, dass gegen Entscheide der FINMA in Übernahmesachen nach Massgabe des Verwaltungsgerichtsgesetzes beim Bundesverwaltungsgericht Beschwerde geführt werden kann, dass die Beschwerde innerhalb von 10 Tagen einzureichen ist und dass sie keine aufschiebende Wirkung hat (Art. 33d BEHG). Über diese Bestimmung hinaus äussert sich das Börsengesetz nicht weiter zur Frage, wer im Beschwerdeverfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht Parteistellung hat.

**1.3.2** Ausgangspunkt jeder Auslegung bildet der Wortlaut der Bestimmung. Ist der Text nicht klar und sind verschiedene Interpretationen möglich, so muss unter Berücksichtigung aller Aus-

legungselemente nach seiner wahren Tragweite gesucht werden. Abzustellen ist dabei namentlich auf die Entstehungsgeschichte der Norm und ihren Zweck, auf die dem Text zu Grunde liegenden Wertungen sowie auf die Bedeutung, die der Norm im Kontext mit anderen Bestimmungen zukommt. Die Gesetzesmaterialien sind zwar nicht unmittelbar entscheidend, dienen aber als Hilfsmittel, um den Sinn der Norm zu erkennen. Namentlich bei neueren Texten kommt den Materialien eine besondere Stellung zu, weil veränderte Umstände oder ein gewandeltes Rechtsverständnis eine andere Lösung weniger nahelegen (vgl. zur Auslegung allgemein ULRICH HÄFELIN/GEORG MÜLLER/FELIX UHLMANN, Allgemeines Verwaltungsrecht, 6. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2010, Rz. 214 ff. mit weiteren Hinweisen; ERNST A. KRAMER, Juristische Methodenlehre, 3. Aufl., Bern 2010, S. 53 ff.). Das Bundesgericht hat sich bei der Auslegung von Erlassen stets von einem Methodenpluralismus leiten lassen und nur dann allein auf das grammatische Element abgestellt, wenn sich daraus zweifelsfrei die sachlich richtige Lösung ergab (BGE 134 I 184 E. 5.1 mit Hinweisen). Eine Lücke im Gesetz besteht, wenn sich eine Regelung als unvollständig erweist, weil sie jede Antwort auf die sich stellende Rechtsfrage schuldig bleibt oder eine Antwort gibt, die aber als sachlich unhaltbar angesehen werden muss. Hat der Gesetzgeber eine Rechtsfrage nicht übersehen, sondern stillschweigend - im negativen Sinn - mitentschieden (qualifiziertes Schweigen), bleibt kein Raum für richterliche Lückenfüllung (BGE 134 V 182 E. 4.1 mit Hinweisen).

**1.3.3** Im vorliegenden Fall ist der in Frage stehende Gesetzeswortlaut klar. Zwar äussert sich das Börsengesetz nicht spezifisch zur Frage, wer im Beschwerdeverfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht Parteistellung hat. Dies bedeutet indessen lediglich, dass das Gesetz keine spezialgesetzliche Norm enthält, die der Regelung im Bundesgesetz über das Beschwerdeverfahren vorgehen könnte. Stattdessen wird in Art. 33d Abs. 1 BEHG ausgeführt, dass beim Bundesverwaltungsgericht "nach Massgabe des Verwaltungsgerichtsgesetzes" Beschwerde geführt werden könne. Das Verwaltungsgerichtsgesetz seinerseits sieht ausdrücklich vor, dass das Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht sich nach dem Beschwerdeverfahrensgesetz richtet (Art. 37 VGG). Durch diesen Verweis auf das Verwaltungsgerichtsgesetz und den Verzicht auf abweichende spezialgesetzliche Bestimmungen ist in Art. 33d BEHG somit unzweideutig geregelt, dass sich die Frage nach der Beschwerdelegitimation für das

Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht ausschliesslich nach dem Verwaltungsverfahrensgesetz richtet.

Eine Auslegung, wonach die Einschränkung der Parteistellung, wie sie im Gesetz für das Verfahren vor der Übernahmekommission und für das Beschwerdeverfahren vor der FINMA ausdrücklich vorgesehen ist, trotz dem Fehlen einer entsprechenden ausdrücklichen Bestimmung in gleicher Weise auch für das Beschwerdeverfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht gelten soll, würde somit voraussetzen, dass ein gesetzgeberisches Versehen bzw. eine "planwidrige Unvollständigkeit" vorliegt, welche richterlich korrigiert werden darf.

**1.3.4** Die in Frage stehenden Bestimmungen im Börsengesetz wurden anlässlich der Einführung des Bundesgesetzes über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007 (Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG, SR 956.1) per 1. Januar 2009 eingefügt. Aus den Materialien geht hervor, dass dem historischen Gesetzgeber dabei bewusst war, dass die Frage der Parteistellung ausdrücklich zu regeln war. So wurde in der Botschaft ausgeführt, dass "aus den Erfahrungen in der Praxis, vor allem aber auch aus verfassungsrechtlichen Gründen [...] Bedarf [besteht], auf Gesetzesstufe zu klären, wer in Übernahmesachen Parteistellung hat" (Botschaft zum FINMAG, BBl 2006 2905 f.).

In der Folge wurden insbesondere einige wichtige Fragen bezüglich des Verfahrens vor der Übernahmekommission erstmals auf Gesetzesstufe geregelt. Neu ist diesbezüglich insbesondere, dass für das Verfahren vor der Übernahmekommission nun das Verwaltungsverfahrensgesetz gilt und die Übernahmekommission nunmehr Verfügungen im Sinne von Art. 5 VwVG erlässt, welche in der Folge mit Beschwerde bei der FINMA angefochten werden können. Abweichend von den Bestimmungen des Verwaltungsverfahrensgesetzes wurden indessen einige Spezialvorschriften vorgesehen, so insbesondere auch die Regelung der Parteistellung vor der Übernahmekommission. Parteistellung haben oder verlangen können nur der Anbieter, Personen, die mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handeln, die Zielgesellschaft sowie Aktionäre mit mindestens 2 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft (Art. 33b Abs. 2 und 3 BEHG). Neu wurde im Börsengesetz nun auch ausdrücklich vorgesehen, dass die gleichen Verfahrensbestimmungen auch für das Beschwerdeverfahren vor der FINMA gelten (vgl. Art. 33c Abs. 3 BEHG).

Im Börsengesetz wurde neu auch das Beschwerdeverfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht geregelt (Art. 33d BEHG). In die entsprechende Bestimmung wurde indessen kein Verweis auf die spezifischen Verfahrensregeln von Art. 33b BEHG, und insbesondere kein Verweis auf die Regelung der Parteistellung in Art. 33b Abs. 2 und 3 BEHG aufgenommen. Stattdessen verweist die Bestimmung, wie dargelegt, ausdrücklich auf das Verwaltungsgerichtsgesetz und damit indirekt auch auf das Verwaltungsverfahrensgesetz. Im Gegensatz zur Regelung, die früher in Bezug auf das Rechtsmittelverfahren vor dem Bundesgericht galt, und wie sie für das Beschwerdeverfahren vor der FINMA gilt, wurde in der neuen Regelung im Börsengesetz der Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht die aufschiebende Wirkung grundsätzlich entzogen (Art. 33d Abs. 2 BEHG).

Die Ausführungen in der Botschaft zeigen, dass der historische Gesetzgeber beabsichtigte, die Frage der Parteistellung ausdrücklich zu regeln. In der Folge sah er für zwei von drei Verfahrensstufen eine spezifische Regelung der Parteistellung vor, nicht aber für die dritte Verfahrensstufe, für die er aber ebenfalls spezifische Verfahrensregeln aufstellte. Diese Umstände sprechen somit klar gegen die Annahme, dass ein analoger Verweis auf die vor der Übernahmekommission geltende Regelung der Parteistellung für das Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht nur "versehentlich" vergessen worden sein könnte und damit ein planwidrige Unvollständigkeit vorliegen würde.

**1.3.5** Die Beschwerdegegnerinnen berufen sich zur Begründung ihrer Auffassung vor allem auf die bundesgerichtliche Rechtsprechung, in der das Bundesgericht die Auffassung vertreten hatte, es dränge sich auf, die Frage der Parteistellung vor der Übernahmekommission und vor der Bankenkommision in beiden Verfahren übereinstimmend zu lösen (BGE 133 II 81 E. 5.3 mit Hinweisen). Wie es sich damit verhält, ist im Kontext der teleologischen Auslegung (Auslegung nach dem Sinn und Zweck der Norm) zu prüfen.

In den angeführten Urteilen stellte das Bundesgericht fest, die Verfahrensbestimmungen der Übernahmeverordnung 1997 stellten eine *lex specialis* zum Verwaltungsverfahrensgesetz dar, da dieses ausdrücklich nicht auf das Verfahren vor der Übernahmekommission anwendbar sei (BGE 129 II 183 E. 4.2, BGE 133 II 81 E. 4.1). Die Übernahmekommission habe keine Verfügungskompetenz; ihre Empfehlungen entfalteten keine Rechtswirkungen für die Parteien und

könnten daher auch nicht angefochten werden. Auch der Anbieterin oder der Zielgesellschaft stehe kein Rechtsmittel an die Bankenkommision zu. Umso weniger komme der (qualifizierten) Minderheitsaktionärin der Zielgesellschaft Parteistellung im Verfahren vor der Bankenkommision zu (BGE 133 II 81 E. 5.3). Den gesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote lägen verschiedene, teilweise gegenläufige, individuelle und funktionelle, börsen- sowie gesellschaftsrechtliche Schutzziele zugrunde. Geschützt werden sollten namentlich die Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft, andererseits solle aber auch die Zielgesellschaft vor einer unzumutbaren Beeinträchtigung ihrer Geschäftstätigkeit geschützt werden. Übernahmehtransaktionen müssten daher regelmässig innert kurzer Frist durchgeführt werden. Die beteiligten Gesellschaften könnten nicht auf unbestimmte Zeit über den Erfolg oder Nichterfolg der geplanten Transaktion im Ungewissen bleiben (BGE 133 II 81 E. 4.3.2 mit Hinweisen). Zwar bestimme sich die Frage der Parteistellung vor der Bankenkommision nach Art. 6 VwVG, doch sei diese Bestimmung im Lichte der besonderen Organisations- und Verfahrensbestimmungen der Börsengesetzgebung auszulegen. Das Verfahren vor der Übernahmekommision dürfe nicht von Personen, die in diesem Verfahren keine Parteistellung hätten, durch die Eröffnung eines Verfahrens vor der Bankenkommision wieder blockiert werden können. Die Gefahr, dass Gerichtsverfahren die effiziente Durchführung des Übernahmeverfahrens während längerer Zeit letztendlich ungerechtfertigt verzögerten oder sogar verunmöglichten, gelte umso mehr für das Verfahren vor der Bankenkommision und die damit verbundene Möglichkeit, deren Verfügungen beim Bundesgericht anzufechten. Auch würde die eigentliche Auseinandersetzung dann nicht vor der über besonderen Sachverstand und Beurteilungsnähe verfügenden Übernahmekommision, sondern erst vor der Aufsichtsbehörde stattfinden. Es dränge sich daher auf, die Frage der Parteistellung vor der Übernahmekommision und vor der Bankenkommision in beiden Verfahren übereinstimmend zu lösen (BGE 133 II 81 E. 5.3 mit Hinweisen).

Diese Bundesgerichtsurteile basieren indessen auf der Rechtslage, wie sie vor der Änderung des Börsengesetzes bestand. Vor der Einführung des Finanzmarktaufsichtsgesetzes per 1. Januar 2009 und der damit einhergehenden Änderung des Verfahrensrechts in Übernahmesachen direkt im Börsengesetz war das Verfahren vor der Übernahmekommision und vor der (damaligen) Eidgenössischen

Bankenkommission lediglich auf Verordnungsstufe geregelt. Die Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. Juli 1997 (Übernahmeverordnung 1997, UEV-UEK, AS 1997 2061, 1998 1541) sah vor, dass lediglich der Anbieter, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen und die Zielgesellschaft im Verfahren Parteistellung hatten (Art. 53 Abs. 1 UEV-UEK). Wer ein direktes berechtigtes Interesse geltend machte, konnte als Intervenant am Verfahren teilnehmen und Einwendungen vorbringen, so insbesondere Aktionäre, die über eine Beteiligung von mindestens 5 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügten (Art. 54 Abs. 1 i.V. m. Art. 38 UEV-UEK). Das Verwaltungsverfahrensgesetz war auf das Verfahren vor der Übernahmekommission indessen ausdrücklich nicht anwendbar (Art. 55 Abs. 5 UEV-UEK). Erst das Verfahren vor der Bankenkommission war ein ordentliches Verwaltungsverfahren, das mit einer anfechtbaren Verfügung endete.

Einer der beiden wesentlichen Punkte, die in diesem bundesgerichtlichen Urteil zu einer Verneinung der Beschwerdelegitimation der qualifizierten Zielaktionäre führten, war diese unter der alten Regelung des Übernahmeverfahrens fehlende Verfügungskompetenz der Übernahmekommission. Diesbezüglich hat sich die Rechtslage aber seit dem 1. Januar 2009 wesentlich verändert: So gilt für das Verfahren vor der Übernahmekommission nun das Verwaltungsverfahrensgesetz und die Übernahmekommission erlässt nunmehr Verfügungen im Sinne von Art. 5 VwVG, welche in der Folge mit Beschwerde bei der FINMA angefochten werden können (vgl. Art. 33a Abs. 1 und 33c Abs. 1 BEHG).

Ein weiterer wesentlicher Grund, warum den Minderheitsaktionären der Zielgesellschaft nach altem Recht die Parteistellung verweigert wurde, lag darin, dass sie nach der Auffassung des Bundesgerichts nicht die Macht haben sollten, die effiziente Durchführung des Übernahmeverfahrens während längerer Zeit durch ungerechtfertigt eingeleitete Gerichtsverfahren zu verzögern oder sogar zu verunmöglichen. Übernahmetransaktionen müssten regelmässig innert kurzer Frist durchgeführt werden, denn die beteiligten Gesellschaften, insbesondere die Zielgesellschaft, könnten nicht auf unbestimmte Zeit über den Erfolg oder Nichterfolg der geplanten Transaktion im Ungewissen bleiben (BGE 133 II 81 E. 4.3.2 mit Hinweisen). Um diese Interessen der Anbieter und der Zielgesellschaft an einer raschen Abwicklung des Übernahmeverfahrens genügend zu schützen, hat der



Gesetzgeber im Kontext der neuen Regelung vorgesehen, dass die Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht keine aufschiebende Wirkung hat (Art. 33d Abs. 2 BEHG). Damit ist nun auf eine andere Weise sichergestellt, dass die Möglichkeit der Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht nicht für "tactical litigations" missbraucht werden kann. Die Gefahr, dass Minderheitsaktionäre der Zielgesellschaft die effiziente Durchführung des Übernahmeverfahrens während längerer Zeit durch ungerechtfertigt eingeleitete Gerichtsverfahren verzögern oder sogar verunmöglichen können (vgl. BGE 133 II 81 E. 4.3.2), besteht unter der neuen Regelung im Börsengesetz auch dann nicht, wenn ihnen Parteistellung zukommt, denn eine allfällige Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht kann sich in der Regel nur mehr rückwirkend und nur dann auf das Übernahmeverfahren auswirken, wenn sie gerechtfertigterweise erhoben wurde, bzw. wenn das letztinstanzlich zuständige Bundesverwaltungsgericht zum Schluss kommt, sie sei begründet.

Es ergibt sich somit, dass die beiden entscheidenden Gründe, welche nach der alten Regelung für die Verweigerung der Parteistellung gegenüber den Zielaktionären angeführt wurden, unter dem neuen Recht nicht mehr bestehen. Das Bundesgericht wies im angeführten Urteil denn auch ausdrücklich darauf hin, dass die damals absehbaren, im Rahmen der integrierten Finanzmarktaufsicht geplanten Gesetzesänderungen zu beträchtlichen Änderungen gegenüber dem damals geltenden System führen würde, weshalb daraus keine Rückschlüsse gezogen werden dürften (BGE 133 II 81 E. 4.3.4).

Die in diesem Urteil angeführten Überlegungen sind daher nicht geeignet, die heute geltende verfahrensrechtliche Regelung des Übernahmerechts als planwidrig unvollständig erscheinen zu lassen.

**1.3.6** Anlässlich der systematischen Auslegung ergibt sich eine naheliegende Begründung dafür, warum der Gesetzgeber anlässlich der Einführung der neuen Verfahrensbestimmungen im Börsenrecht die Einschränkung der Parteistellung, wie sie für das Verfahren vor der Übernahmekommission und für das Beschwerdeverfahren vor der FINMA gilt, nicht auch in gleicher Weise auch für das Beschwerdeverfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht vorsah: Wie aus den dargelegten Materialien hervorgeht, war dem historischen Gesetzgeber bewusst, dass "vor allem aber auch aus verfassungsrechtlichen Gründen [...] Bedarf (besteht), auf Gesetzesstufe zu klären, wer in

Übernahmesachen Parteistellung hat" (Botschaft zum FINMAG, BBl 2006 2905 f.). Bezüglich der verfassungsrechtlichen Gründe, die diesbezüglich eine Klärung erforderlich machten, ist in erster Linie an die Rechtsweggarantie zu denken (Art. 29a der Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999 [BV, SR 101]), die am 1. Januar 2007 in Kraft getreten ist. Danach hat jede Person bei Rechtsstreitigkeiten Anspruch auf Beurteilung durch eine richterliche Behörde. Bund und Kantone können durch Gesetz die richterliche Beurteilung in Ausnahmefällen ausschliessen (Art. 29a BV). Die Rechtsweggarantie gewährleistet dem Bürger bei allen Rechtsstreitigkeiten, also auch in Verwaltungssachen, den Zugang zu wenigstens einem unabhängigen Gericht, welches Rechts- und Sachverhaltsfragen umfassend überprüfen kann (vgl. ANDREAS KLEY, in: Ehrenzeller et al. [Hrsg.], Die schweizerische Bundesverfassung, Kommentar, 2. Aufl., Zürich 2008, Rz. 9 zu Art. 29a; ULRICH HÄFELIN/WALTER HALLER/HELEN KELLER, Schweizerisches Bundesstaatsrecht, 7. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2008, Rz. 845b; ANDREAS AUER/GIORGIO MALINVERNI/MICHEL HOTTELIER, Droit constitutionnel suisse, Bern, 2006 Rz. 1208). Die Rechtsweggarantie konkretisiert nicht einfach eine bereits bisher bestehende Rechtspraxis, sondern sie begründet ein neues verfassungsmässiges Recht, das es vor dem Inkrafttreten von Art. 29a BV in dieser allgemeinen Form nicht gab (vgl. KLEY, a.a.O., Rz. 2; HÄFELIN/HALLER/KELLER, a.a.O., Rz. 845). Einschränkungen des Gerichtszugangs sind seither nur mehr in Ausnahmefällen und durch eine ausdrückliche Bestimmung in einem Gesetz im formellen Sinn zulässig (vgl. KLEY, a.a.O., Rz. 18; HÄFELIN/HALLER/KELLER, a.a.O., Rz. 847). Die Rechtsweggarantie hat direkte Auswirkungen auf Bestimmungen, welche die Legitimation zu einem Rechtsmittel regeln, denn es gilt der Grundsatz, dass die Sachurteilsvoraussetzungen nicht so definiert oder ausgelegt werden dürfen, dass ein aufgrund der Rechtsweggarantie gegebener Gerichtszugang dadurch übermässig erschwert oder gar versperrt würde (vgl. MARION SPORI, Vereinbarkeit des Erfordernisses des aktuellen schutzwürdigen Interesses mit der Rechtsweggarantie von Art. 29a BV und dem Recht auf eine wirksame Beschwerde nach Art. 13 EMRK, AJP 2008 S. 151; ESTHER TOPHINKE, Bedeutung der Rechtsweggarantie für die Anpassung der kantonalen Gesetzgebung, ZBl 2006 S. 92 f.).

Versucht ein Aktionär der Zielgesellschaft, seinen Anspruch, im Fall eines Kontrollwechsels seine Titel zum gesetzlich vorgesehenen Mindestpreis (vgl. Art. 32 Abs. 4 BEHG) verkaufen zu können, gericht-

lich geltend zu machen, so liegt eine Rechtsstreitigkeit im Sinne von Art. 29a BV vor, welche unter den Schutzbereich der Rechtsweggarantie fällt.

Ob es sich dabei auch um ein "civil right" im Sinne von Art. 6 Abs. 1 der Konvention vom 4. November 1950 zum Schutze der Menschenrechte und Grundfreiheiten (EMRK, SR 0.101) handelt, wie die Beschwerdeführerin geltend macht, braucht bei diesem Zwischenergebnis nicht weiter geprüft zu werden.

Aufgrund einer systematischen Auslegung drängt sich daher die Annahme auf, dass der Gesetzgeber bewusst für die einzige gerichtliche Instanz keine Einschränkung vorgesehen hat, weil er den verfassungsmässigen Anspruch des Minderheitsaktionärs auf den Zugang zu einem Gericht respektieren wollte.

**1.3.7** Zusammenfassend ergibt sich als Resultat der verschiedenen Auslegungsmethoden, dass das Börsengesetz die Frage, wer im Beschwerdeverfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht Parteistellung hat, eindeutig regelt durch den Verweis auf das Verwaltungsgerichtsgesetz und damit indirekt auf die Regelung der Beschwerdelegitimation gemäss Art. 48 Abs. 1 VwVG. Die Regelungen, wer im Verfahren vor der Übernahmekommission und im Beschwerdeverfahren vor der FINMA Parteistellung hat und wer zur Beschwerde ans Bundesverwaltungsgericht legitimiert ist, sind somit nicht identisch. Anhaltspunkte dafür, dass diese Differenzierung ein gesetzgeberisches Versehen wären, sind nicht ersichtlich. Vielmehr ist davon auszugehen, dass es sich um einen bewussten Entscheid des historischen Gesetzgebers handelt, der sich in systematischer Hinsicht zwingend aus dem übergeordneten Verfassungsrecht ergibt. Die Gründe, mit denen unter dem alten Recht die fehlende Beschwerdebefugnis der Zielaktionäre teleologisch begründet wurde, sind wegen der unter dem neuen Recht fehlenden aufschiebenden Wirkung der Beschwerde ans Bundesverwaltungsgericht weggefallen und stehen daher einer Auslegung nach dem Wortlaut nicht entgegen.

Der Auffassung der Beschwerdegegnerinnen und der Vorinstanzen, wonach die Beschwerdeführerin nur zur Beschwerde legitimiert wäre, wenn sie auch im Zeitpunkt der Beschwerdeerhebung bzw. des Urteils des Bundesverwaltungsgerichts noch einen bestimmten Mindestanteil an Aktien bzw. Stimmrechten der Zielgesellschaft halten würde, kann daher nicht gefolgt werden. Vielmehr richtet sich die Frage der Be-

schwerdelegitimation ausschliesslich nach den Bestimmungen des Verwaltungsverfahrensgesetzes.

**1.4** Nach den Bestimmungen des Verwaltungsverfahrensgesetzes ist zur Beschwerde legitimiert, wer vor der Vorinstanz am Verfahren teilgenommen oder keine Möglichkeit zur Teilnahme erhalten hat, durch die angefochtene Verfügung besonders berührt ist und ein schutzwürdiges Interesse an deren Aufhebung oder Änderung hat (Art. 48 Abs. 1 VwVG).

**1.4.1** Die Beschwerdeführerin hat am Verfahren vor der Erstinstanz und vor der Vorinstanz teilgenommen.

Ob der Passus in Art. 48 Abs. 1 Bst. a VwVG, wonach auch beschwerdebefugt ist, wer keine Möglichkeit erhalten hat, am Vorverfahren teilzunehmen, auch Fälle abdeckt, in denen ein Beschwerdeführer an den vorinstanzlichen Verfahren deshalb nicht teilgenommen hatte, weil ihm die Parteistellung und Beschwerdeberechtigung spezialgesetzlich verwehrt war, muss im vorliegenden Fall nicht beantwortet werden.

**1.4.2** Ein Interesse nach Art. 48 Abs. 1 Bst. c VwVG ist dann schutzwürdig, wenn durch den Ausgang des Verfahrens die tatsächliche oder rechtliche Situation des Beschwerdeführers noch beeinflusst werden kann (BVGE 2009/31 E. 3.1 mit Hinweisen).

Die Beschwerdeführerin ist formelle und materielle Adressatin der angefochtenen Verfügung, mit der ihre Beschwerde abgewiesen wurde. Es ist offensichtlich und unbestritten, dass eine Gutheissung ihrer Beschwerde durch das Bundesverwaltungsgericht dazu führen würde, dass sie von Aquamit für die angedienten 75'000 Aktien eine Nachzahlung und für die übrigen 100 Aktien aufgrund der von der Anbieterin in der Zwischenzeit eingeleiteten Kraftloserklärung den korrigierten Angebotspreis erhalten würde (vgl. Art. 26 und 33 Abs. 2 BEHG). Insofern hat sie ein nach wie vor aktuelles praktisches Interesse an einer Erhöhung des Angebotspreises durch das angerufene Gericht.

**1.4.3** Das Beschwerdebegehren der Beschwerdeführerin lautet auf eine Erhöhung des Angebotspreises "für sämtliche Aktien der Quadrant AG". Die Parteien scheinen davon auszugehen, dass die vorinstanzlichen Verfügungen, mit denen bestätigt wurde, dass das

Angebot von Aquamit den gesetzlichen Bestimmungen entspreche, nur ungeteilt angefochten werden könnte, d.h. mit Wirkung für sämtliche Aktionäre, an die sich das Angebot ursprünglich richtete, bzw. dass eine allfällige Gutheissung der Beschwerde Nachzahlungen der Anbieterin an sämtliche übrigen Aktionäre auslösen würde.

Auch im Verwaltungsrecht gilt indessen, dass die direkte Rechtskraftwirkung von Gerichtsurteilen sich grundsätzlich nur auf die Parteien des betreffenden Verfahrens erstreckt (vgl. Urteil des Bundesgerichts 1P.706/2003 vom 23. Februar 2004 E. 2.6; FRITZ GYGI, Bundesverwaltungsrechtspflege, 2. Aufl., Bern 1983, S. 323, Urteile des Bundesverwaltungsgerichts B-4171/2008 und B-4312/2008 vom 31. Juli 2009 E. 5 bzw. E. 5.3 sowie B-8227/2007 vom 20. März 2009 E. 8.3). Insofern kann ein Verfügungsdispositiv, welches das Angebot als Ganzes zum Gegenstand hat, ohne Weiteres von einzelnen Adressaten angefochten werden, gegenüber den übrigen Adressaten aber in Rechtskraft erwachsen.

Die Beschwerdeführerin ist durch die angefochtene Verfügung nur insoweit beschwert, als sie selbst durch das Angebot betroffen ist. Sie ist daher auch nur in diesem Umfang zur Beschwerde legitimiert. Soweit ihr Beschwerdebegehren weiter gefasst ist, kann darauf mangels Beschwer nicht eingetreten werden.

**1.5** Die Beschwerdegegnerinnen und die Vorinstanz rügen weiter, das Verhalten der Beschwerdeführerin sei spekulativ bzw. widersprüchlich. Ein qualifizierter Aktionär müsse sich zwischen dem Andienen seiner Aktien und dem Beschwerderecht entscheiden. Die Beschwerdeführerin habe den Grossteil ihrer Aktien angedient und damit den angebotenen Preis unwiderruflich akzeptiert. Mit der Erhebung der Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht, um eine Verbesserung dieses Preises zu erreichen, verhalte sie sich widersprüchlich. Widersprüchliches Verhalten werde von der Rechtsordnung nicht geschützt.

Die Beschwerdegegnerinnen verstehen diese Argumentation als Grund, auf die Beschwerde nicht einzutreten. Ob die Frage im Rahmen der Prüfung des Eintretens zu behandeln ist, kann offen gelassen werden, da ihrer Argumentation ohnehin nicht gefolgt werden kann:

Die gesetzliche Pflicht, unter bestimmten Umständen den übrigen Zielaktionären ein Angebot zu unterbreiten, dient dem Schutz der

Minderheitsaktionäre anlässlich eines Kontrollwechsels in der Zielgesellschaft. Der vorgeschriebene Mindestpreis stellt dabei einen unverzichtbaren Kernpunkt dar (vgl. Botschaft zum BEHG, BBl 1993 I 1417 f.). Die zwei Bestandteile dieser Pflicht, das Angebot und der Mindestpreis, korrelieren daher mit dem zweiseitigen Anspruch der Minderheitsaktionäre, im Fall eines Kontrollwechsels in der Zielgesellschaft ihre Titel nicht nur verkaufen zu können, sondern dafür auch den gesetzlich vorgesehenen Mindestpreis zu erhalten. Die Möglichkeit des einzelnen Minderheitsaktionärs, seine Beteiligungspapiere unter derartigen Bedingungen zu verkaufen, setzt voraus, dass das Angebot zustande kommt. Steht das Angebot unter der Bedingung, dass eine bestimmte Anzahl Aktionäre ihre Aktien andienen, kann von einem Minderheitsaktionär daher nicht erwartet werden, dass er seine eigenen Aktien nicht andient und damit – entgegen seinen eigenen schutzwürdigen Interessen – dazu beiträgt, die Wahrscheinlichkeit zu erhöhen, dass diese Angebotsbedingung nicht erfüllt wird. Es ist daher nicht ersichtlich, inwiefern er sich widersprüchlich oder gar rechtsmissbräuchlich verhalten würde, wenn er in dieser Situation durch fristgerechtes Andienen seiner Aktien seine grundsätzliche Verkaufswilligkeit äussern, gleichzeitig aber – insbesondere auch durch Gebrauch der ihm zustehenden Rechtsmittel – seinen Anspruch geltend machen würde, seine Beteiligungspapiere nicht nur zum von der Anbieterin gebotenen Preis, sondern zum gesetzlich vorgesehenen Mindestpreis zu verkaufen.

Die Rüge der Beschwerdegegnerinnen, die Beschwerdeführerin verhalte sich widersprüchlich oder gar rechtsmissbräuchlich, indem sie sowohl Beschwerde erhoben als auch den grössten Teil ihrer Aktien angedient habe, erweist sich daher als unbegründet.

**1.6** Auf die Beschwerde ist daher im dargelegten Umfang einzutreten.

## **2.**

In verfahrensrechtlicher Hinsicht rügt die Beschwerdeführerin eine Verletzung des Untersuchungsgrundsatzes. Weder die Vorinstanz noch die Erstinstanz hätten eigene Sachverhaltsuntersuchungen gemacht, sondern allein und ohne Beweisverfahren auf die Aussagen der Anbieterin und der Prüfstelle abgestellt. Sie hätten der Meinung der Prüfstelle zu Unrecht eine überragende Bedeutung zugemessen, obwohl die Prüfstelle von Aquamit beauftragt, bezahlt und instruiert worden sei und ihre Bewertungen weder transparent noch plausibel

oder nachvollziehbar seien. Die Feststellungen der Prüfstelle hätten nicht Beweischarakter; ihre Meinung könne nicht Massstab für die Feststellung sein, ob eine Zusatzleistung existiere und wie diese zu bewerten sei. Die Vorinstanz und die Erstinstanz hätten die Gleichbehandlung sicherzustellen und dürften sich nicht allein auf den Standpunkt einer Partei abstützen. Die Vorinstanz habe elementare Verfahrensvorschriften verletzt, weil sie die Beschwerdeführerin nicht zum Gegenbeweis zugelassen und auf die Einholung der beantragten Gutachten verzichtet habe. Im Einzelnen handelt es sich um Gutachten zur Bewertung der Zusatzleistungen betreffend den aus der Wandelanleihe fließenden Zinsvorteil, zur Bewertung der Zusatzleistungen betreffend die "Founders' Rights", zur Berechnung des Aktienpreises aufgrund des Preises der vom Management eingebrachten Optionen sowie zur Berechnung des Aktienpreises aufgrund der an die Herren Forster und Borla bezahlten Optionspreise.

Die Vorinstanz bestreitet diese Vorwürfe. Sie habe den Sachverhalt sehr detailliert erhoben und rechtsgenügend abgeklärt. Sie habe die Verfahrensakten beigezogen, den Parteien verschiedentlich Gelegenheit gegeben, Stellung zu nehmen und diese Eingaben ausgewogen analysiert. Sie habe auch der Prüfstelle Ergänzungsfragen gestellt. Zwar werde die Prüfstelle von der Anbieterin mandatiert, doch nehme sie im Übernahmeverfahren eine öffentlichrechtliche Funktion wahr und sei der Übernahmekommission Rechenschaft schuldig. Sie habe die Voraussetzungen nach Art. 25 BEHG und Art. 26 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. August 2008 (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1) zu erfüllen und müsse insbesondere unabhängig sein. Anhaltspunkte, die die Unabhängigkeit der Prüfstelle in Frage stellen würden, seien nicht ersichtlich. Der Umstand allein, dass die Prüfstelle von Aquamit mandatiert worden sei, schade ihrer Unabhängigkeit daher nicht, sondern sei Teil der gesetzlichen Konzeption des übernahmerechtlichen Verfahrens. Der Bericht der Prüfstelle sei daher mit dem Gutachten eines unabhängigen Experten vergleichbar. Die Prüfstelle sei nicht allein von der Anbieterin instruiert worden, vielmehr habe sie verschiedentlich auf Wunsch der Erst- und Vorinstanz zu bestimmten Fragen Stellung nehmen müssen. Es treffe auch nicht zu, dass die Vorinstanz in anderen Verfahren neutrale Gutachten eingeholt habe. Das von der Beschwerdeführerin eingereichte Gutachten sei ein reines Parteigutachten, dem keine erhöhte Beweiskraft zukomme.

Auch die Beschwerdegegnerinnen bestreiten diese Vorwürfe. Die Beschwerdeführerin verkenne im Zusammenhang mit Bewertungsfragen den Unterschied zwischen Rechts- und Tatfrage. Bei den Fragen, die die Beschwerdeführerin einem Sachverständigen unterbreiten wolle, handle es sich durchwegs um Rechtsfragen, d.h. die Frage der Wahl der Methode, und nicht um dem Beweis zugängliche rechtserhebliche Tatfragen. Rechtsfragen seien durch das Gericht zu beurteilen. Es stelle sich daher auch die Frage der antizipierten Beweiswürdigung nicht. Weil die Beschwerdeführerin nicht gerügt habe, die Black-Scholes-Methode sei in tatsächlicher Hinsicht bei der Bewertung der Optionen falsch angewendet worden, sei über die Frage der tatsächlichen Anwendung von Bewertungsmethoden nicht Beweis abzunehmen. Die Beschwerdeführerin verkenne die prozessuale Rolle der Prüfstelle. Diese sei kein Sachverständiger, weshalb ihren Aussagen keine Beweisqualität zukomme. Die Aussagen der Prüfstelle seien vergleichbar mit Aussagen einer sachverständigen Behörde. Die Prüfstelle handle als verlängerter Arm der Erst- oder Vorinstanz und nehme damit öffentlichrechtliche Funktionen wahr. Daran ändere nichts, dass die Prüfstelle von der Anbieterin direkt bezahlt werde. Die Prüfstelle erstelle den Sachverhalt für die Erst- und die Vorinstanz. Die Erstinstanz verlasse sich daher vollumfänglich auf die Sachverhaltsabklärungen durch die Prüfstelle, könne aber die Prüfstelle auch damit beauftragen, besondere Prüfungen vorzunehmen.

**2.1** Die Beschwerdeinstanz hat die von den Parteien angebotenen Beweismittel abzunehmen, wenn diese zur Abklärung des Sachverhalts tauglich erscheinen (Art. 33 Abs. 1 VwVG). Bei der Beurteilung dieser Frage kommt der entscheidenden Instanz ein gewisser Ermessensspielraum zu. Die Rechtsmittelinstanz ist namentlich dann nicht gehalten, Beweise abzunehmen, wenn die zu beweisende Tatsache nicht entscheidungswesentlich ist oder aufgrund der Akten oder anderer Beweismittel bereits als erwiesen gelten kann. Die urteilende Behörde kann daher in antizipierter Beweiswürdigung von der Abnahme eines beantragten Beweismittel absehen, wenn bereits Feststehendes bewiesen werden soll, wenn zum Voraus gewiss ist, dass der angebotene Beweis keine wesentlichen Erkenntnisse zu vermitteln vermag, oder wenn die verfügende Behörde den Sachverhalt aufgrund eigener Sachkunde ausreichend würdigen kann (BGE 130 II 425 E. 2.1).



**2.2** Die Aufgabe, das Angebot auf seine Gesetzeskonformität zu überprüfen, kommt primär der Prüfstelle zu (vgl. Art. 25 BEHG). Zwar wird die Prüfstelle vom Anbieter mandatiert und steht zu ihm in einem privatrechtlichen Auftragsverhältnis. Nach der Systematik des Gesetzes ist sie indessen verpflichtet, im Rahmen der Transaktion eine neutrale Position einzunehmen. Sie wahrt nicht die Interessen des Anbieters, sondern erfüllt eine öffentliche Aufgabe. Die Übernahmekommission muss nicht alle Sachverhaltsabklärungen selbst vornehmen, sondern sie darf sich auch auf die entsprechende Prüfung des Angebots durch die Prüfstelle abstützen (vgl. Botschaft zum BEHG, BBl 1993 I 1413, 1420). Mit der Einschaltung einer Prüfstelle soll die Aufgabe der Übernahmekommission wesentlich erleichtert, das Verfahren beschleunigt und damit dem Grundsatz der Raschheit des Übernahmeverfahrens zum Durchbruch verholfen werden. Insofern ist die Prüfstelle als "verlängerter Arm" der Übernahmekommission zu betrachten. Der Prüfauftrag kann daher weitgehend mit dem Auftrag einer bankengesetzlichen Revisionsstelle verglichen werden (vgl. Empfehlungen der UEK vom 8. September 2005 i.S. Saia-Burgess (E. 8.1), vom 31. März 2004 i.S. Clair Finanz [E. 1.4.2]; URS SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, S. 240, DANIEL LENGNAUER, Die Rolle der Prüfstelle bei öffentlichen Übernahmeangeboten, in: Tschäni [Hrsg.], Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002, S. 21 f.; HANS-PETER WYSS/OLIVER WUNDERLE, Prüfung von öffentlichen Kaufangeboten. Auswirkungen der revidierten Übernahmeverordnung, Der Schweizer Treuhänder 3/2009, S. 134; MYRIAM SENN, Die Übernahmekommission nach dem Börsengesetz. Entstehung – Rechtsnatur – Organisation – Ausblick, AJP 9/97 S. 1182; CARLO LOMBARDINI, Droit Bancaire Suisse, Zürich 2008, chapitre IX no. 33; SABINE KILGUS, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, Zürich/St. Gallen 2007, Rz. 115; ROLF WATTER, in: Rolf Watter/Nedim Peter Vogt/Thomas Bauer/Christoph Winzeler, Basler Kommentar zum Bankengesetz, Basel 2005, Art. 18 N. 1; URS EMCH/HUGO RENZ/RETO ARPAGAU, Das Schweizerische Bankgeschäft, Zürich 2004, Teil 8 N. 2943; BEAT STÖCKLI, Die Organisation von Banken aus privat-, aufsichts-, straf- und standesrechtlicher Perspektive, Zürich/Basel/Genf 2008, S. 65).

**2.3** In Anbetracht dieser gesetzlich vorgesehenen Aufgabendelegation dürfen sowohl die Übernahmekommission als auch die Vorinstanz grundsätzlich davon ausgehen, dass der erforderliche Beweis über den Wert der in Frage stehenden Leistungen durch die Beurteilung der Prüfstelle erbracht wird. Die Übernahmekommission – und auf ent-

sprechende Rügen hin auch die Vorinstanz als Beschwerdeinstanz – hat sich jedoch zu vergewissern, dass die Prüfstelle die erforderlichen Abklärungen sorgfältig und umfassend durchgeführt und die wesentlichen Gesichtspunkte gewürdigt hat, und sie muss prüfen, ob die Ausführungen der Prüfstelle zur Bewertung der in Frage stehenden Leistungen transparent, plausibel und nachvollziehbar sind. Ist dies der Fall, so dürfen die Vorinstanzen davon ausgehen, dass weitere Beweismittel, wie insbesondere zusätzliche Gutachten, nicht erforderlich sind. Entsprechende Beweisanträge können daher in antizipierter Beweiswürdigung abgewiesen werden, solange keine konkreten Anhaltspunkte ersichtlich sind oder von den Parteien aufgezeigt werden, die geeignet wären, das Vertrauen in die Richtigkeit der Beurteilung durch die Prüfstelle zu erschüttern.

**2.4** Der Umstand allein, dass die Prüfstelle von der Anbieterin mandatiert wurde und die relevanten Informationen von ihr erhalten hat, stellt daher noch keinen hinreichenden Anlass dafür dar, dass die Vorinstanz dem Beweisantrag der Beschwerdeführerin hätte entsprechen und zusätzliche Gutachten von externen Sachverständigen hätten einholen müssen.

Ob die Übernahmekommission und die Vorinstanz die Beurteilung der Prüfstelle zu Recht als transparent, plausibel und nachvollziehbar eingestuft haben, ist eine Frage, auf die im Einzelnen im Rahmen der Prüfung der materiellen Rügen einzugehen sein wird.

### **3.**

Sowohl die Übernahmekommission als auch die FINMA sind davon ausgegangen, dass der Erwerb von 50 % der Aquamit-Aktien durch Mitsubishi Plastics einen indirekten Erwerb von Quadrant-Aktien durch die Anbietergruppe darstellt und damit als vorausgegangener Erwerb im Sinne von Art. 32 Abs. 4 BEHG zu berücksichtigen ist. Auch die Beschwerdeführerin teilt diese Auffassung. Die Beschwerdegegnerinnen bestreiten dies grundsätzlich und vertreten die Auffassung, für die Mindestpreisregel relevant seien nur allfällige Aktienkäufe durch ein Gruppenmitglied von einem Dritten ab dem 1. Mai 2009. Falls sich die Argumentation der Beschwerdegegnerinnen als stichhaltig erweisen würde, wären alle Rügen der Beschwerdeführerin zur Frage der korrekten Bewertung der Leistungen, zu denen sich Mitsubishi Plastics in den verschiedenen Verträgen verpflichtet hat,

hinfällig. Diese Frage wird daher in der Folge vorab zu behandeln sein (vgl. E. 4).

Sofern dieser Erwerb als vorausgegangener Erwerb im Sinne von Art. 32 Abs. 4 BEHG zu betrachten ist, ist unbestritten, dass ein enger Zusammenhang zwischen diesem Erwerb und den übrigen im Kontext des Rahmenvertrags und des Joint-Venture-Vertrags vereinbarten Leistungen und Gegenleistungen besteht, weshalb diese Verträge als verknüpft anzusehen sind.

In Bezug auf die Bewertung der verschiedenen Leistungen, Nebenleistungen und Gegenleistungen dieser Transaktion ist ferner unbestritten, dass Mitsubishi Plastics insgesamt CHF 25'710'822.75 für den Erwerb von je 50 % der von den vier Mitgliedern des Managements gehaltenen Aquamit-Aktien gezahlt hat.

Unbestritten ist auch, dass sie damit nicht nur indirekt 50 % der von Aquamit gehaltenen 433'019 Quadrant-Aktien, sondern ebenso 50 % der als Sacheinlage in Aquamit eingebrachten Verwaltungsratsoptionen auf Quadrant-Aktien erworben haben. Umstritten ist jedoch der anrechenbare Wert dieser Optionen (vgl. E. 5).

Uneinig sind sich die Parteien weiter bezüglich der Frage, ob neben dem bezahlten Preis von CHF 25'710'822.75 auch weitere Leistungen, zu denen sich Mitsubishi Plastics in den Verträgen verpflichtet hat, insbesondere die gegenüber Aquamit zu erbringenden Finanzierungsleistungen, Zusatzleistungen im Sinne von Art. 41 Abs. 4 der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Oktober 2008 [Börsenverordnung-FINMA, BEHV-FINMA, SR 954.193]) darstellen. Diesbezüglich ist umstritten, ob diese Finanzierungen den für eine derartige Situation üblichen Finanzierungsbedingungen entsprechen oder ob sie zumindest in einem angemessenen Verhältnis zu den vertraglichen Gegenleistungen des Managements stehen und daher jedenfalls per Saldo keine anrechenbare Zusatzleistung darstellen (vgl. E. 7, 8, 9, 10 und 11).

#### **4.**

Die Beschwerdegegnerinnen bestreiten grundsätzlich, dass der Erwerb von 50 % der Aquamit-Aktien durch Mitsubishi Plastics einen indirekten Erwerb von Quadrant-Aktien durch die Anbietergruppe darstellt und damit als vorausgegangener Erwerb im Sinne von Art. 32

Abs. 4 BEHG zu berücksichtigen sei. Die Leistungen, zu denen sich Mitsubishi Plastics in diesen Verträgen verpflichtet hat, seien daher in Bezug auf die Bestimmung des höchsten bezahlten Preises für einen vorausgegangenen Erwerb nicht zu berücksichtigen. Aquamit macht diesbezüglich geltend, die Beschränkung der Kontrollprämie sei auf den Aktienerwerb von potentiellen Empfängern des Angebots anzuwenden, nicht aber auf Transaktionen unter den Mitgliedern einer Gruppe, die sich zusammengeschlossen hätten, um ein öffentliches Kaufangebot zu unterbreiten. Der Zweck der zwischen Mitsubishi Plastics und dem Management am 1. Mai 2009 abgeschlossenen Verträge und der Gründung von Aquamit sei die Vorbereitung eines gemeinsamen Übernahmeangebots für Quadrant gewesen. Aquamit, Mitsubishi Plastics und das Management seien ab dem 1. Mai 2009, d.h. erst nach Abschluss der erwähnten Vorbereitungs-handlungen, eine in gemeinsamer Absprache handelnde Gruppe gewesen. Für die Mindestpreisregel relevant seien nur allfällige Aktienkäufe durch ein Gruppenmitglied von einem Dritten ab dem 1. Mai 2009. Entgegen der Auffassung der Vorinstanz stelle der Erwerb von 50 % der Aquamit-Aktien durch Mitsubishi Plastics vom Management gerade keinen aus Sicht der Mindestpreisregel relevanten Kauf dar. Der Kauf sei Teil der Errichtung der "Anbietergruppe". Er habe sich nicht um einen Erwerb von einem Dritten, d.h. von einem potentiellen Empfänger des Angebots, gehandelt, sondern um eine Erwerbstransaktion zwischen zwei Parteien mit Anbieterqualität. Es liege auch kein Umgehungstatbestand vor, welcher die ausnahmsweise Unterstellung einer Transaktion unter Anbietern unter die Mindestpreisregelung rechtfertigen würde.

Die gleiche Auffassung wird sinngemäss auch von Quadrant vertreten.

Die Erstinstanz, vor der die Beschwerdegegnerinnen diese Argumentation nicht vorgebracht hatten, äussert sich dazu nicht ausdrücklich. Aus der Argumentation ihrer Verfügungen geht aber hervor, dass sie stillschweigend vorausgesetzt hat, dass die fraglichen Transaktionen als vorausgegangener Erwerb zu berücksichtigen seien.

Auch die Vorinstanz geht von dieser Auffassung aus. Sie führt in der angefochtenen Verfügung zusätzlich aus, es sei konstante Praxis der Erstinstanz, dass Rechtsgeschäfte der Anbieterin mit in gemeinsamer Absprache handelnden Personen in die Mindestpreisberechnung mit einzubeziehen seien.

**4.1** Die massgeblichen Vorschriften über Pflichtangebote besagen, dass der Preis des Angebots mindestens dem Börsenkurs entsprechen muss und höchstens 25 % unter dem höchsten Preis liegen darf, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat (Art. 32 Abs. 4 BEHG). Sind beim vorausgegangenen Erwerb neben den Hauptleistungen andere wesentliche Leistungen der erwerbenden bzw. der veräussernden Person erfolgt, wie die Gewährung von Sicherheiten oder Sachleistungen, so wird der Preis für den vorausgegangenen Erwerb um den Wert dieser Leistungen erhöht bzw. gemindert (Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA). Ob die Mindestpreisvorschriften eingehalten sind, berechnet sich zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Voranmeldung (Art. 7 Abs. 3 Bst. a UEV).

Zweck der Angebotspflicht von Art. 32 BEHG ist der Schutz der Minderheitsaktionäre anlässlich eines für sie allenfalls nachteiligen Kontrollwechsels in der Zielgesellschaft. Der Gesetzgeber wollte den Minderheitsaktionären dadurch die Möglichkeit verschaffen, ihre Beteiligungspapiere in einem derartigen Fall zu einem angemessenen Preis zu verkaufen. Die Bestimmung dient insofern dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre. Im Gegensatz zu gewissen ausländischen Regelungen geht das schweizerische Recht indessen davon aus, dass der wirtschaftliche Wert einer beherrschenden Beteiligung höher ist als derjenige von einzelnen Beteiligungspapieren, und lässt daher die Bezahlung einer Kontrollprämie zu, allerdings nur in beschränktem Ausmass. Mit der Vorschrift, dass der im Pflichtangebot offerierte Mindestpreis nicht mehr als 25 % unter dem höchsten Preis liegen darf, den der Erwerber in den letzten zwölf Monaten vor der Veröffentlichung des Angebots für entsprechende Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat, wird die zulässige Kontrollprämie beschränkt. Wird eine höhere Kontrollprämie oder ein höherer Paketzuschlag bezahlt, so gibt diese Vorschrift den Minderheitsaktionären einen Anspruch auf Partizipation an der bezahlten Prämie (vgl. Botschaft zum BEHG, BBl 1993 I 1412, 1417 f.; BGE 130 II 530 E. 5.3.1; Urteil des Bundesgerichts 2A.394/2000 E. 3b mit Hinweisen; KARL HOFSTETTER/EVELYN HEUBERGER, in: Basler Kommentar zum Börsen- und Effektenhandelsgesetz, Basel 2007, N. 1 ff. zu Art. 32; RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, Öffentliche Kaufangebote, Zürich/Basel/Genf 2007, Rz. 63 ff.; SCHENKER, a.a.O., S. 524; PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, § 7 N. 249; ROBERT BERNET, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsen-

gesetz [BEHG], Bern 1998, S. 213 und S. 232 f.; CHRISTIAN KÖPFLI, Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, Zürich 2000, S. 47 und S. 236 f.; TATJANA LINDER, Die Best Price Rule im schweizerischen Übernahmerecht, Zürcher Studien zum Privatrecht, Zürich 2010, S. 58 f.; ROLF H. WEBER, Börsenrecht: Börsengesetz, Verordnungen, Selbstregulierungserlasse, Zürich 2001, N. 35 zu Art. 32; CHRISTOPH B. BÜHLER, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Zürich 2009, § 9 N. 951; HEINZ SCHÄRER/STEFAN WALLER, in: Tschäni [Hrsg.], Mergers & Acquisitions X, Zürich/Basel/Genf 2008, S. 76).

Die Zahlung einer Kontrollprämie anlässlich eines vorausgegangenen Erwerbs ist somit an sich zulässig, allerdings nur in beschränktem Umfang. Soweit sie dieses Ausmass (und den gewichteten Börsenkurs) übersteigt, verlangt der Gleichbehandlungsgrundsatz, dass auch die Minderheitsaktionäre einen anteilmässig erhöhten Preis erhalten.

**4.2** Im vorliegenden Fall ist an sich unbestritten, dass die Vorschriften über Pflichtangebote auf das in Frage stehende Angebot anwendbar sind. Zwar hielt Aquamit am 4. Mai 2009 erst 21.54 % des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals an Quadrant sowie Optionen, die zum Bezug von weiteren 4.13 % berechtigten, und hatte damit den Grenzwert von Art. 32 Abs. 1 BEHG an sich noch nicht überschritten. Das Angebot galt indessen für alle im Publikum befindlichen Aktien von Quadrant, weshalb der Preis von Anfang an den Bestimmungen über Pflichtangebote entsprechen musste (vgl. Art. 9 Abs. 6 UEV).

**4.3** Nach der Formulierung des Börsengesetzes ist der massgebende "vorausgegangene Erwerb" der höchste Preis, den der "Anbieter" in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Die Frage ist daher, wer der "Anbieter" in diesem Sinn ist.

Anbieter in einem formellen Sinn ist offensichtlich einmal derjenige, der ein Angebot unterbreitet, im vorliegenden Fall somit Aquamit.

Dieser rein formale Gesichtspunkt kann indessen nicht allein entscheidend sein, da er im Belieben der betroffenen Akteure steht. Wie bereits aus der Bezeichnung "Pflichtangebot" hervorgeht, ist rechtlich gesehen Anbieter, wer die gesetzlichen Voraussetzungen erfüllt, um ein Pflichtangebot unterbreiten zu müssen. Verpflichtet durch diese Bestimmungen ist nicht nur, wer die massgebliche Schwelle über-

schreitet, indem er den fraglichen Anteil der Beteiligungspapiere allein und direkt erworben hat, d.h. insbesondere formell Eigentümer ist, sondern auch, wer diese indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten erworben hat (vgl. Art. 32 Abs. 1 BEHG). Als indirekter Erwerb gilt diesbezüglich insbesondere auch der Erwerb einer beherrschenden Beteiligung an einer juristischen Person, die ihrerseits die fraglichen Beteiligungspapiere hält (Art. 30 i.V.m. Art. 9 Abs. 3 Bst. c BEHV-FINMA). In gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe im Sinne dieser Bestimmung handelt, wer seine Verhaltensweise im Hinblick auf eine Beherrschung der Zielgesellschaft durch Vertrag oder andere organisierte Vorkehren abstimmt (BGE 130 II 530 E. 6; Art. 31 i.V.m. Art. 10 Abs. 1 BEHV-FINMA). Auch wenn es praxisgemäss als zulässig akzeptiert wird, wenn nur ein Mitglied in der Folge als Anbieter im formellen Sinn auftritt und das Angebot öffentlich unterbreitet, richten sich die Anbieterpflichten rechtlich gesehen an die organisierte Gruppe bzw. die Gesamtheit der in gemeinsamer Absprache Handelnden (vgl. RUDOLF TSCHÄNI, Die Gruppe im Übernahmerecht – "Are we really all one?", in: Tschäni [Hrsg.], Mergers and Acquisitions VI, Schulthess 2004, S. 191-192; HOFSTETTER/HEUBERGER, a.a.O., N. 2 zu Art. 32; PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards, 3. vollst. überarb. Aufl., Bern 2010, § 10 N. 486). Insofern ist es eigentlich diese Gruppe, welche als Anbieter bzw. als Erwerber im Sinne von Art. 32 Abs. 4 BEHG anzusehen ist.

Anbieterqualität in diesem Sinn haben indessen nicht alle Gruppenmitglieder bzw. alle in gemeinsamer Absprache Handelnden in gleichem Masse. Zu unterscheiden ist diesbezüglich zwischen dem Hauptakteur bzw. den Hauptakteuren, welche für sich selbst – direkt oder indirekt – die Beherrschung der Zielgesellschaft anstreben, und den weiteren Akteuren, die sich lediglich ab einem bestimmten Zeitpunkt vertraglich verpflichten, den oder die Hauptakteure beim Erreichen dieses Ziels zu unterstützen und nur reduzierte Anbieterpflichten haben (vgl. Art. 12 UEV). Zu dieser letzteren Kategorie zählt insbesondere die Zielgesellschaft. Auch die Mindestpreisregel gilt nach ständiger Praxis der Übernahmekommission für die Zielgesellschaft nur für Käufe, die sie nach Abschluss einer Transaktionsvereinbarung getätigt hat (vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, a.a.O., Rz. 126; SCHENKER, a.a.O., S. 279 mit Hinweisen auf die Rechtsprechung der Übernahmekommission). In Bezug auf den Hauptakteur oder die Hauptakteure, welche selbst – direkt oder indirekt – die Beherrschung der Zielgesellschaft anstreben, gilt die gesetzliche Grundregel, dass der



höchste von jedem von ihnen in den letzten zwölf Monaten vor der Voranmeldung bezahlte Preis als vorausgegangener Erwerb angerechnet wird, jedoch uneingeschränkt; jeder derartige Hauptakteur ist als "Anbieter" im Sinne dieser Bestimmung anzusehen.

**4.4** Spätestens mit der Unterzeichnung des Rahmenvertrags und des Joint Venture-Vertrages am 1. Mai 2009 haben Mitsubishi Plastics und das Management ihre Verhaltensweise im Hinblick auf die Beherrschung von Quadrant vertraglich abgestimmt. Aquamit, die formelle Eigentümerin der vom Management eingebrachten Quadrant-Aktien ist und als Anbieterin auftrat, wurde vom Management am 1. Mai 2009 gegründet und wird von Mitsubishi Plastics und dem Management gemeinsam beherrscht. Gleichentags haben auch Aquamit und Quadrant eine Transaktionsvereinbarung unterzeichnet, in der die Übernahme von Quadrant durch Aquamit vorgesehen wurde. Unter diesen Umständen sind die Vorinstanzen zu Recht davon ausgegangen, dass Mitsubishi Plastics (bzw. der ganze Konzern Mitsubishi Chemicals Holdings Corporation, zu dem sie gehört), das Management und Quadrant mit Aquamit in gemeinsamer Absprache gehandelt haben.

Auch wenn es im vorliegenden Fall nur Aquamit war, die formell als Anbieterin auftrat, sind doch insbesondere (auch) Mitsubishi Plastics und das Management als die eigentlichen Hauptakteure der in gemeinsamer Absprache handelnden Gruppe anzusehen, deren vorausgegangene Erwerbe von Quadrant-Aktien gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG und Art. 41 BEHV-FINMA zu berücksichtigen sind.

**4.5** Die Beschwerdegegnerinnen machen weiter geltend, der Erwerb von 50 % der Aquamit-Aktien durch Mitsubishi Plastics vom Management stelle keinen aus Sicht der Mindestpreisregel relevanten Kauf dar, denn der Kauf sei Teil der "Errichtung der Anbietergruppe".

Dass der Erwerb von 50 % der Aquamit-Aktien durch Mitsubishi Plastics vom Management im vorliegenden Fall zum Vorgang des "Aufstellens der Anbieterin" gehörte, wie die Beschwerdegegnerinnen geltend machen, trifft zwar zu. Warum die Transaktion deswegen unbeachtlich sein sollte, ist indessen nicht nachvollziehbar. Das Börsengesetz stellt auf eine faktische, wirtschaftliche Betrachtungsweise ab; indirekte Vorgehensweisen wie der Erwerb über eine beherrschte Gesellschaft sind gegenüber dem direkten Erwerb durch die wirtschaftlich Berechtigten nicht privilegiert. Dies gilt nicht nur für rechtsmissbräuch-



liche Konstrukte, sondern generell für beherrschende Beteiligungen, beispielsweise bei Konzernen, und damit auch für eine Joint Venture-Unternehmung der vorliegenden Art. Daraus, dass Mitsubishi Plastics und das Management – aus welchen Gründen auch immer – nicht als einfache Gesellschaft, sondern indirekt, über die zu diesem Zweck gegründete und von ihnen beherrschte Aquamit das öffentliche Angebot lanciert haben, können sie daher im Hinblick auf die in Frage stehenden Mindestpreisvorschriften keine Vorteile ableiten. In Bezug auf die Anwendung der Mindestpreisregel spielt es daher keine Rolle, ob Mitsubishi Plastics den einzelnen Mitgliedern des Managements Quadrant-Aktien direkt abgekauft hat oder ob jene ihre Aktien in Aquamit eingebracht und in der Folge Mitsubishi Plastics den entsprechenden Teil der Aquamit-Aktien verkauft haben.

**4.6** Die Beschwerdegegnerinnen argumentieren, für die Mindestpreisregel relevant seien nur allfällige Aktienkäufe von einem Dritten, d.h. von einem potentiellen Empfänger des Angebots, nicht aber von einem anderen Gruppenmitglied.

Zur Begründung dieser Meinung ziehen sie lediglich einen einzigen Satz aus der Doktrin heran (vgl. HOFSTETTER/HEUBERGER, a.a.O., N. 112 zu Art. 32). Ob die betreffenden Autoren damit tatsächlich die Meinung zum Ausdruck bringen wollten, bei der Veräusserung eines Aktienpakets innerhalb der Gruppe stehe den Minderheitsaktionären kein Anteil an einem allfälligen Paketzuschlag zu, ist nicht restlos klar, jedenfalls enthält die Kommentarstelle keine Überlegungen, welche eine derartige Meinung begründen würden. Auch die Beschwerdegegnerinnen haben keine nachvollziehbare Begründung vorgebracht, warum nur der Vorerwerb von Dritten, nicht aber von einem anderen Gruppenmitglied, für den Mindestpreis zu berücksichtigen sein sollte.

Die massgeblichen Bestimmungen in Gesetz und Verordnungen stellen lediglich auf den Preis für den vorausgegangenen Erwerb ab; sie differenzieren nicht danach, von wem der Anbieter die fraglichen Beteiligungspapiere erworben hat. 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. Hat das veräussernde Gruppenmitglied somit beim Verkauf eines Aktienpakets an ein anderes Gruppenmitglied den Paket- oder Kontrollzuschlag realisiert, den auch ein anderer Grossaktionär mit dem entsprechenden Paket zu diesem Zeitpunkt vom Hauptakteur erhalten hätte, so ist nicht ersichtlich, warum die Minderheitsaktionäre an diesem Zuschlag nicht im gesetzlich vorgesehenen Umfang teilhaben sollten.

**4.7** Ergänzend sei auch darauf hingewiesen, dass die gegenteilige Auffassung ein offensichtliches Missbrauchspotential in sich birgt: Fände der Gleichbehandlungsgrundsatz keine Anwendung auf Transaktionen innerhalb der Gruppe, so stünde es im Belieben des Anbieters, durch eine Gruppenbildung mit dem potentiellen Verkäufer der Beteiligungspapiere den Anspruch der Minderheitsaktionäre auf Gleichbehandlung bzw. auf Beteiligung an einer allfälligen Kontrollprämie oder an einem Paketzuschlag zu vereiteln (vgl. SCHENKER, a.a.O., S. 269; Empfehlung der UEK i.S. Aare-Tessin AG für Elektrizität vom 6. Juli 2004 E. 1.2).

**4.8** Im Ergebnis kann der Auffassung der Beschwerdegegnerinnen, das Management sei "Teil" des Anbieters und nicht (potentieller) Angebotsempfänger, weshalb der indirekte Erwerb der Quadrant-Aktien durch Mitsubishi Plastics vom Management vom Anwendungsbereich der Mindestpreisregel von Art. 32 Abs. 4 BEHG nicht erfasst werde, nicht gefolgt werden.

## **5.**

Bezüglich der Bewertung der vom Management als Sacheinlage in Aquamit eingebrachten Verwaltungsratsoptionen rügt die Beschwerdeführerin, die von der Bank Vontobel angewandte Bewertungsmethode nach dem Black-Scholes-Modell werde der Situation nicht gerecht, denn sie lasse das bevorstehende öffentliche Angebot unberücksichtigt. Der Veränderung dieses Parameters müsse aber Rechnung getragen werden, denn die Übernahme führe dazu, dass die Optionen nie ausgeübt werden könnten. Die Optionen müssten daher mit CHF 0.– bewertet werden. In dem von ihr eingereichten

Parteigutachten Zimmermann wird dargelegt, dass die Anwendung des Black-Scholes-Modells unzulässig sei, wenn die Restlaufzeit der Option eine Zeitperiode einschliesse, in der die Basisanlage mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit dekotiert werde. Dieses Preisbildungsmodell erfordere während der gesamten Restlaufzeit die Hedgebarkeit des betrachteten Derivats als zwingende Voraussetzung. Nach der Praxis der Übernahmekommission sei die Black-Scholes-Methode nur dann ohne Berücksichtigung des bevorstehenden Übernahmeangebots angewandt worden, wenn es um den Rückkauf von Mitarbeiteroptionen von gutgläubigen Dritten gegangen sei. Wenn die Beteiligten aber die wesentlichen Parameter selbst beeinflussen könnten, sei diese Methode jeweils ohne Berücksichtigung des Zeitwerts angewandt worden, weil klar gewesen sei, dass der Erwerber der Optionen diese im Rahmen seiner Übernahmestrategie sofort ausüben werde. Auch im vorliegenden Fall sei die Übertragung der Optionen Teil der Übernahmestrategie gewesen: Sie habe nämlich einzig dazu gedient, den massgebenden Preis der vorerworbenen Aktien zu senken. Aus dem Rahmenvertrag gehe denn auch ausdrücklich hervor, dass die Optionen eigentlich zu einem Wert von CHF 0.– als Sacheinlage in Aquamit eingebracht worden seien.

Die Beschwerdegegnerinnen wenden dagegen ein, die Beschwerdeführerin verkenne im Zusammenhang mit Bewertungsfragen den Unterschied zwischen Rechts- und Tatfragen. Bei den Fragen, die die Beschwerdeführerin einem Sachverständigen unterbreiten wolle, handle es sich durchwegs um Rechtsfragen, d.h. die Frage der Wahl der Methode, und nicht um dem Beweis zugängliche rechtserhebliche Tatfragen. Rechtsfragen seien durch das Gericht zu beurteilen. Es stelle sich daher auch die Frage der antizipierten Beweiswürdigung nicht. Weil die Beschwerdeführerin nicht gerügt habe, die Black-Scholes-Methode sei in tatsächlicher Hinsicht bei der Bewertung der Optionen falsch angewendet worden, sei über die Frage der tatsächlichen Anwendung von Bewertungsmethoden nicht Beweis abzunehmen. Ein bevorstehendes Übernahmeangebot sei bei der Bewertung nur zu berücksichtigen, wenn das Optionsgeschäft unter Berücksichtigung eines laufenden Übernahmeverfahrens bzw. im Hinblick auf ein bevorstehendes Übernahmeangebot vereinbart werde. Vorliegend gehe es demgegenüber um eine faire und angemessene Abgeltung von Mitarbeiteroptionen (bzw. Optionen des Verwaltungsrats) in Folge eines Übernahmeangebots. Ein Optionsinhaber könne in der Folge eines erfolgreichen Übernahmeangebots seine mit der

Option verbundenen Opportunitäten verlieren. Daher gehe es bei der Berechnung des Wertes dieser Optionen um die Frage der sachgerechten Abgeltung des Verlusts der mit einer Option verbundenen Opportunität in Folge eines Übernahmeangebots. Das zur Bewertung der Optionen durch die Bank Vontobel AG verwendete Black-Scholes-Modell sei daher richtig und in Übereinstimmung mit der übernahmerechtlichen Praxis erfolgt. Mitsubishi Plastics habe verhindern wollen, dass das Management nach Abschluss der Übernahme im Besitz der Optionen bleiben würde, weil deren Ausübung zu einer Verschiebung der Kontrollverhältnisse an Quadrant zugunsten des Managements geführt hätte. Im Fall einer Konkurrenzofferte hätte das Management die Optionen rückabwickeln können, was ebenfalls nicht im Interesse von Mitsubishi Plastics gelegen wäre.

Die Prüfstelle führte in ihrer Stellungnahme im vorinstanzlichen Verfahren aus, sie gehe zwar mit der Beschwerdeführerin bzw. deren Parteigutachter einig, dass das Black-Scholes-Modell keine völlig korrekte Bewertung der Optionen erlaube. Das Gutachten Zimmermann habe die Unzulänglichkeiten des Modells korrekt erläutert. Es gebe indessen kein Modell, mit dem sich der Wert einer Option im Vorfeld eines Kaufangebots objektiv befriedigend ermitteln lasse. Die einen Modelle seien theoretisch zwar sinnvoller, beinhalteten dafür aber mehr Unsicherheiten und Ermessensspielräume in der Form von nicht objektivierbaren Annahmen, welche von Fall zu Fall stark schwanken könnten. Das Black-Scholes-Modell sei ein einfaches und im Finanzmarkt allgemein anerkanntes Modell, das bei Kaufangeboten üblicherweise zur Anwendung komme. Das im Gutachten Zimmermann postulierte Verfahren sei nicht praktikabel, es öffne Tür und Tor für subjektive Einschätzungen. Es hätte auch zur Folge, dass alle Optionen, die bei einer hohen Erfolgswahrscheinlichkeit des Zustandekommens eines Kaufangebots nicht im Geld seien, sofort nahezu wertlos wären. Es sei nicht im Sinne des Gleichbehandlungsprinzips, wenn bei einem Kaufangebot die Aktionäre entschädigt würden, die Optionsinhaber aber unter Umständen nicht. Der Entscheid über die Zulässigkeit des Black-Scholes-Modells zur Bewertung von Optionen sei daher ein Grundsatzentscheid, der sorgfältig gefällt werden sollte.

**5.1** Die bundesgerichtliche Qualifikation von Anwendung und Auswahl von Bewertungsmethoden als Tat- bzw. Rechtsfrage (vgl. BGE 133 III 416 E. 6.3.3) ist eine Differenzierung, die sich an den

Schranken der Kognition des Bundesgerichts orientiert (vgl. Art. 105 des Bundesgerichtsgesetzes vom 17. Juni 2005 [BGG, SR 173.110]). Für das Bundesverwaltungsgericht ist diese Unterscheidung jedoch ohne grosse Relevanz, denn es verfügt an sich gegenüber Vorinstanzen des Bundes über volle Kognition, d.h. mit der Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht kann nicht nur die Verletzung von Bundesrecht, einschliesslich Überschreitung oder Missbrauch des Ermessens, sondern auch die unrichtige oder unvollständige Feststellung des rechtserheblichen Sachverhalts und die Unangemessenheit des angefochtenen Entscheids gerügt werden (Art. 49 VwVG).

In Rechtsprechung und Doktrin ist indessen anerkannt, dass eine Rechtsmittelinstanz, die nach der gesetzlichen Ordnung mit freier Prüfung zu entscheiden hat, ihre Kognition einschränken darf, wenn die Natur der Streitsache dies sachlich rechtfertigt bzw. gebietet. Das ist regelmässig dann der Fall, wenn die Rechtsanwendung technische Probleme oder Fachfragen betrifft, zu deren Beantwortung und Gewichtung die verfügende Behörde aufgrund ihres Spezialwissens besser geeignet ist, oder wenn sich Auslegungsfragen stellen, welche die Verwaltungsbehörde aufgrund ihrer örtlichen, sachlichen oder persönlichen Nähe sachgerechter zu beurteilen vermag als die Beschwerdeinstanz. Im Rahmen des so genannten "technischen Ermessens" darf der verfügenden Behörde bei der Beurteilung von ausgesprochenen Fachfragen daher ein gewisser Ermessens- und Beurteilungsspielraum belassen werden, soweit sie die für den Entscheid wesentlichen Gesichtspunkte geprüft und die erforderlichen Abklärungen sorgfältig und umfassend durchgeführt hat. Die Rechtsmittelinstanz weicht in derartigen Fällen nicht ohne Not von der Auffassung der Vorinstanz ab und stellt im Zweifel nicht ihre eigene Einschätzung an die Stelle der für die kohärente Konkretisierung und Anwendung des Gesetzes primär verantwortlichen Vorinstanz (vgl. BGE 135 II 384 E. 2.2.2, BGE 135 II 296 E. 4.4.3, BGE 131 II 680 E. 2.3.2 mit Hinweisen; Urteil des Bundesverwaltungsgerichts B- 2050/2007 vom 24. Februar 2010 E.5.6.4 f. mit Hinweisen; Yvo HANGARTNER, Richterliche Zurückhaltung in der Überprüfung von Entscheiden von Vorinstanzen, in: Schindler/Sutter [Hrsg.], Akteure der Gerichtsbarkeit, Zürich 2007, S. 171 ff.; kritisch dazu BENJAMIN SCHINDLER, in: Auer/Müller/Schindler [Hrsg.], Kommentar zum Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren (VwVG), Zürich 2008, Rz. 4 [Fn. 31] zu Art. 49 VwVG).

Die FINMA und insbesondere die Übernahmekommission sind derartige Vorinstanzen mit besonderem Sachverstand und Beurteilungsnähe (vgl. BGE 133 II 81 E. 5.3). Das Bundesverwaltungsgericht wendet daher zwar die massgeblichen Normen der Börsen- und Bankengesetzgebung von Amtes wegen an. Es auferlegt sich jedoch eine gewisse Zurückhaltung bei der Beurteilung von ausgesprochenen Fachfragen, zu deren Beantwortung die sachnäheren Vorinstanzen besser qualifiziert sind, und gesteht diesen bei der Prüfung des Einzelfalls einen Beurteilungsspielraum zu.

Das Übernahmeverfahren vor der Übernahmekommission und das Beschwerdeverfahren vor der FINMA ist vom Gesetzgeber als besonders rasches Verfahren angelegt (vgl. Botschaft zum BEHG, BBl 1993 I 1420; Botschaft zum FINMAG, BBl 2006 2904 f.; BGE 133 II 81 E. 4.3.2 mit Hinweisen). Dass die Übernahmekommission und die Vorinstanz dabei den Sachverhalt nicht mit gleicher Gründlichkeit und Sorgfalt feststellen und würdigen können, insbesondere was die Einvernahme von Zeugen und Auskunftspersonen sowie das Einholen von Gutachten betrifft, wie sie dies in einem Verfahren ohne besonderen Zeitdruck tun könnten, ist offensichtlich, aber angesichts der Notwendigkeit eines raschen Verfahrens unumgänglich. Insofern ist eine gewisse Beschränkung der Prüfungsdichte in Übernahmeverfahren systemimmanent.

Dem Bundesverwaltungsgericht steht mehr Zeit zur Verfügung, um die Vorbringen der Parteien zu prüfen, da der Beschwerde die aufschiebende Wirkung grundsätzlich entzogen ist. Dies kann indessen kein Anlass sein, alle beantragten Partei- und Zeugeneinvernahmen durchzuführen und unabhängige Gerichtsgutachten zu allen umstrittenen Bewertungspunkten einzuholen. Dass derartige Beweismassnahmen das Verfahren erheblich aufblähen könnten, ist dabei nur ein untergeordneter Nachteil. Weit bedenklicher ist, dass das Einholen von Gutachten durch das nicht über spezifische Fachkenntnisse verfügende Bundesverwaltungsgericht die Gefahr in sich birgt, dass die Sachverhaltswürdigung und damit ein wesentlicher Teil des Urteils faktisch auf aussenstehende Sachverständige ausgelagert wird. Gerade wenn – wie im Übernahmerecht – der Gesetzgeber den erstinstanzlichen Entscheid einer kollegial zusammengesetzten Fachbehörde anvertraut hat, wäre eine derartige Auslagerung besonders problematisch (vgl. SCHINDLER, a.a.O., Rz. 22 zu Art. 49 VwVG; ders., Verwaltungsermessen, Zürich/St. Gallen 2010, S. 359 f.).

Aufgrund dieser grundsätzlichen Überlegungen erscheint es als mit der gesetzlichen Ordnung des Übernahmeverfahrens nicht vereinbar, wenn das Bundesverwaltungsgericht, die Instanz mit der geringsten spezifischen Fachkenntnis, ein Verfahren mit wesentlich grösserer Prüfungsdichte durchführen würde als dies – wegen der gesetzgeberischen Konzeption eines besonders raschen Verfahrens – vor den Vorinstanzen, insbesondere vor der Übernahmekommission, möglich war. Das Bundesverwaltungsgericht auferlegt sich daher auch in Übernahmesachen Zurückhaltung bei der Beurteilung von ausgesprochenen Fachfragen und gesteht den fachkundigeren Vorinstanzen diesbezüglich einen gewissen Beurteilungsspielraum zu. Es prüft aber, ob die Übernahmekommission und die FINMA die erforderlichen Abklärungen sorgfältig und umfassend durchgeführt sowie die für den Entscheid wesentlichen Gesichtspunkte geprüft haben und in der Folge zu Recht davon ausgegangen sind, die Beurteilung der Prüfstelle sei transparent, nachvollziehbar und plausibel.

**5.2** Das Black-Scholes-Modell ist eine von mehreren marktüblichen und von der Übernahmekommission grundsätzlich akzeptierten Methoden zur Bewertung von Optionen, die nicht im Geld sind (vgl. Verfügung der UEK in Sachen Speedel Holding AG vom 20. Januar 2009 E. 2.1 mit Hinweisen). Der Preis einer Option hängt nach dem Black-Scholes-Modell von folgenden Variablen ab: aktueller Aktienkurs (Underlying), Basispreis der Option (Strike), Zeit bis zum Ablauf der Option, risikoloser Zinssatz und Standardabweichung des Aktienkurses.

In den von der Beschwerdeführerin eingereichten Parteigutachten von Professor Heinz Zimmermann, Ordinarius für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel, vom 23. Juni 2009, 5. Juli 2009, 29. Juli 2009 und 8. Januar 2010 wird dargelegt, die Anwendung des Black-Scholes-Modells sei unzulässig, wenn die Restlaufzeit der Option eine Zeitperiode einschliesse, in der die Basisanlage mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit dekotiert werde. Das Black-Scholes-Modell setze nämlich zwingend voraus, dass das betrachtete Derivat während der gesamten Restlaufzeit hedgebar sei. Das bevorstehende Übernahmeangebot bzw. die Wahrscheinlichkeit, dass das Angebot erfolgreich sein und Quadrant in der Folge dekotiert werden würde, beeinflusse den Wert der Optionen daher drastisch und lasse ihn praktisch auf Null sinken.



Dieser Einwand betrifft an sich eine Fachfrage, bezüglich deren Beantwortung sich das Bundesverwaltungsgericht Zurückhaltung auferlegen würde. Indessen scheint unter den Parteien und der Prüfstelle nicht umstritten zu sein, dass die Black-Scholes-Bewertungsmethode voraussetzt, dass die Basisanlage während der gesamten Restlaufzeit der Option verfügbar ist. Umstritten ist lediglich, ob die Prüfstelle bei der Bewertung der Optionen das bevorstehende Übernahmeangebot hätte berücksichtigen (und in der Konsequenz eine andere Bewertungsmethode hätte wählen) müssen, oder ob sie es vielmehr zu Recht nicht berücksichtigt hat.

**5.3** Wie die Prüfstelle ausführte, kann der Wert einer Leistung wesentlich anders zu beurteilen sein, je nachdem, ob sie aus der Perspektive des Leistungserbringers oder aus derjenigen des Leistungsempfängers bewertet wird. Massgeblich für den Wert einer Neben- oder Gegenleistung im Sinne von Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA sind indessen weder die Gestehungskosten des Leistungserbringers noch das rein subjektive Interesse des konkreten Leistungsempfängers, sondern der objektive Wert der Leistung. Zu ermitteln ist somit der Preis, den der Leistungserbringer von einem anderen Marktteilnehmer in der Situation des Leistungsempfängers oder auf dem freien Markt für diese Leistung erhalten könnte. Bestehen derartige Nebenleistungen beispielsweise aus kotierten Effekten, so besteht dieser Preis naheliegenderweise im Kurswert zum Zeitpunkt des vorausgegangenen Erwerbs (vgl. Art. 41 Abs. 3 BEHV-FINMA). Der Anbieter ist berechtigt, diesen objektiven Wert anzurechnen, ohne dass er zusätzlich den Nachweis erbringen müsste, dass das subjektive Interesse des Leistungsempfängers mindestens diesem objektiven Wert entspricht. Auf die (nicht restlos einleuchtenden) Argumente von Aquamit, aus welchen Gründen Mitsubishi Plastics daran interessiert gewesen sei, dass das Management diese Optionen in Aquamit einbrachte, braucht daher nicht näher eingegangen zu werden.

**5.4** Im vorliegenden Fall unterscheiden sich der wirkliche objektive Wert und der hypothetische Marktwert der Optionen im für die Bewertung massgeblichen Zeitpunkt. Für die Berechnung des wirklichen objektiven Werts müssten, wie die Beschwerdeführerin zutreffend geltend macht und auch die Prüfstelle zugesteht, das bevorstehende Übernahmeangebot berücksichtigt werden. Wird stattdessen auf einen hypothetischen Marktwert abgestellt, so müsste dieser Umstand nicht



berücksichtigt werden. Im massgeblichen Zeitpunkt, am 1. Mai 2009, war nämlich erst den Beschwerdegegnerinnen und ihren Organen bekannt, dass dieses Übernahmeangebot unmittelbar bevorstand, nicht aber dem Publikum.

Würde grundsätzlich davon ausgegangen, dass derartige Insiderinformationen bei der Bewertung zwingend berücksichtigt werden müssen, so müsste konsequenterweise auch der Kurswert von kotierten Effekten jeweils rechnerisch korrigiert werden, falls er aufgrund allfälliger Insiderkenntnisse als über- oder unterbewertet erscheinen würde. Eine derartige Anforderung würde aber offensichtlich zu weit gehen. Das Bundesverwaltungsgericht erachtet es daher als eine Ermessensfrage, ob bei der Bewertung versucht wird, dem objektiven Wert möglichst nahe zu kommen, indem alle, auch allenfalls erst nachträglich allgemein bekannt gewordene Sachverhaltsumstände des konkreten Einzelfalles in die Bewertung einbezogen werden, oder ob eine "massentauglichere" Bewertungsmethode wie die Black-Scholes-Methode verwendet wird, welche sich am hypothetischen Marktwert orientiert und keine Insiderkenntnisse berücksichtigt.

In dieses Ermessen greift das Bundesverwaltungsgericht nicht ein.

**5.5** Die Rügen der Beschwerdeführerin, die vom Management eingebrachten Verwaltungsratsoptionen seien zu Unrecht nach der Black-Scholes-Methode bewertet und mit CHF 16.22 angerechnet worden, erweisen sich somit als unbegründet. Die Vorinstanz hat daher zu Recht von der Einholung eines unabhängigen Gutachtens abgesehen.

## **6.**

Die Beschwerdeführerin macht weiter geltend, die Vorinstanz hätte ein Gutachten einholen sollen, das den Aktienpreis aufgrund dieses Preises von CHF 16.22 für die Optionen berechne. Sie verweist auch dazu auf das von ihr ins Recht gelegte Parteigutachten Zimmermann vom 29. Juli 2009, in welchem dargelegt wird, wie sich nach der Black-Scholes-Methode aus dem Optionspreis von CHF 16.22 ein Aktienkurs von CHF 199.– errechnet.

**6.1** Warum der Aktienpreis nach der im Gutachten Zimmermann dargelegten Berechnungsweise errechnet werden sollte, ist für das Bundesverwaltungsgericht nicht nachvollziehbar. Der Anspruch der Streuaktionäre auf teilweise Partizipation an einer Kontrollprämie bzw. an einem Paketzuschlag knüpft am effektiv bezahlten Preis für den

vorausgegangenem Erwerb an, nicht an einem – auf welche Weise auch immer berechneten – objektiven oder fiktiven Wert der Zielaktien.

**6.2** Die Frage einer Berechnung des Aktienpreises unter Berücksichtigung des Preises eines vorausgegangenem Erwerbs von Optionen stellt sich nur, wenn der Erwerb der Optionen als Teilschritt eines vorausgegangenem Erwerbs der Aktien der Zielgesellschaft oder als indirekter derartiger Erwerb zu qualifizieren ist (vgl. Empfehlung der UEK vom 31. Oktober 2006 i.S. Saurer E. 4). Dann ist die Differenz zwischen dem für die Option bezahlten Preis und dem Zeitwert der Option an die Kontrollprämie anzurechnen (SCHENKER, a.a.O., S. 528 f.).

Ein derartiger indirekter Erwerb lag im vorliegenden Fall indessen nicht vor. Aquamit hat die Optionen nie ausgeübt, und es war auch von Anfang an offensichtlich, dass dies nicht geschehen würde. Schreiberin der Optionen war Quadrant, und die Optionen berechtigten zum Erwerb von eigenen oder zu diesem Zweck erst noch zu schaffenden Quadrant-Optionen (vgl. Quadrant Board Stock Option Plan vom 10. Januar 2008, Ziff. 3 und 9). Quadrant hatte sämtliche eigenen Aktien per 1. Mai 2009 an Aquamit verkauft und hätte daher im Fall einer Ausübung der Optionen die erforderlichen Basiswerte auf dem freien Markt beschaffen müssen. Dass Aquamit die Optionen nicht gegenüber der in gemeinsamer Absprache handelnden Zielgesellschaft ausüben würde, war angesichts dieser Umstände und des Ausübungspreises von CHF 158.– offensichtlich.

**6.3** Die Rüge der Beschwerdeführerin, die Vorinstanz hätte ein Gutachten zur Berechnung des Aktienpreises auf der Basis des angerechneten Optionswerts einholen sollen, erweist sich daher als unbegründet.

## **7.**

In Bezug auf die Frage, ob die von der Beschwerdeführerin geltend gemachten Finanzierungsleistungen von Mitsubishi Plastics allenfalls als Zusatzleistungen zu berücksichtigen seien, führte die Prüfstelle in ihren Stellungnahmen gegenüber der Übernahmekommission sowie im Verfahren vor der Vorinstanz aus, sie sei der Meinung, der sinnvollste Weg zur Beurteilung allfälliger Zusatzleistungen sei eine gesamthafte Beurteilung der Vertragswerke, ohne zu versuchen, jede einzelne Leistungskomponente aus den Verträgen einzeln zu bewerten, denn dies würde nicht zu einem genaueren Ergebnis führen. In komplexen Situationen könne nicht jede Komponente einzeln bewertet werden.

Die Bewertung der einzelnen Leistungen sei sehr schwierig und beinhalte Ermessensspielräume, denn für viele Leistungen gebe es keine ökonomisch fundierten Bewertungsmodelle oder -ansätze. Es gehe aber nicht an, nur diejenigen Leistungen zu berücksichtigen, welche einfach bewert- oder argumentierbar seien. Sie habe daher eine Gesamtbeurteilung vorgenommen und sei zum Schluss gekommen, dass gesamthaft betrachtet keine wesentlichen Zusatzleistungen erbracht worden seien. Die Leistungen beider Parteien unter dem Joint Venture-Vertrag seien ihr ausgewogen erschienen. Sie habe keine Anzeichen gefunden, aus denen sie hätte schliessen müssen, dass der Vertrag nicht zwischen zwei unabhängigen Parteien ausgehandelt worden sei. Es sei auch nicht zu erwarten gewesen, dass der eine den andern direkt habe begünstigen wollen.

Auch die Erstinstanz führte in ihrer Verfügung und in ihrer Vernehmlassung vor der Vorinstanz aus, es sei weder zweckmässig noch sinnvoll, einzelne Leistungen aus dem Kontext des Joint-Venture herauszulösen und isoliert zu betrachten. Dies würde unweigerlich zu einer Verzerrung führen. Eine geldwerte Leistung im Sinne von Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA an das Management wäre einzig zu bejahen, wenn die im Rahmen des Joint-Venture erbrachten Leistungen und Gegenleistungen nicht in einem ausgewogenen Verhältnis stehen würden, so dass darin eine versteckte oder indirekte Leistung von einem Partner zugunsten des anderen zu erblicken wäre. Mitsubishi Plastics bringe als Joint-Venture-Partner die Finanzierung in das gemeinsame Joint-Venture ein, während das Management für die operative Führung mit ihrem Wissen und ihrer Erfahrung zur Verfügung stehe. Die gegenseitigen Leistungen stünden in keinem offensichtlich unausgewogenen Verhältnis.

Die Vorinstanz teilte in ihrer Verfügung diese Auffassungen. Sie führte aus, Zusatzleistungen, die im Rahmen eines vorausgegangenen Erwerbs erbracht würden, seien zu berücksichtigen, wenn sich im konkreten Einzelfall aufgrund einer Gesamtbetrachtung ein Leistungsmissverhältnis zu Gunsten einer Partei ergäbe, und dieses Missverhältnis überdies wesentlich sei. Die Feststellung und gegebenenfalls Bewertung zusätzlicher Leistungen sei Sache der Anbieterin und die Prüfstelle habe die Angemessenheit zu prüfen.

**7.1** Sind beim vorausgegangenen Erwerb neben den Hauptleistungen andere wesentliche Leistungen der erwerbenden bzw. der ver-

äussernden Person erfolgt, wie die Gewährung von Sicherheiten oder Sachleistungen, so wird der Preis für den vorausgegangenen Erwerb um den Wert dieser Leistungen erhöht bzw. gemindert (Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA). Die Prüfstelle hat in ihrem Bericht die Angemessenheit der Erhöhung oder der Minderung zu bestätigen und ihre Berechnungen aufzuzeigen (vgl. Art. 41 Abs. 5 BEHV-FINMA). Erfolgte der vorausgegangene Erwerb indirekt im Sinne von Art. 30 i.V.m. Art. 9 Abs. 3 Bst. c BEHV-FINMA, so hat der Anbieter den auf die Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft entfallenden Anteil des bezahlten Preises im Angebotsprospekt offenzulegen; die Bewertung dieses Anteils ist durch die Prüfstelle zu überprüfen (Art. 42 BEHV-FINMA). Der bezahlte Preis für den Erwerb der Aktien kann somit angemessen gekürzt werden, wenn er nicht bloss den Aktienwert, sondern auch andere wichtige Leistungen des Veräusserers reflektiert, z.B. die Gewährung von Sicherheiten oder besondere Gewährleistungen (Botschaft zum BEHG, BBl 1993 I 1418; HOFSTETTER/HEUBERGER, a.a.O. N. 112 zu Art. 32). In gleicher Weise ist der bezahlte Preis rechnerisch zu erhöhen, wenn der Erwerber neben dem Kaufpreis auch andere wichtige Leistungen erbringt.

**7.2** Der Sinn von Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA liegt offensichtlich darin zu verhindern, dass dem Verkäufer des Kontrollpakets neben dem offiziellen Kaufpreis noch versteckte weitere Zahlungen gemacht werden, die zwar formal unter einem anderen Titel erfolgen, bei einer wirtschaftlich-faktischen Betrachtungsweise aber als zusätzliche Kontrollprämie einzustufen sind. Angesichts der finanziellen Belastung, die die gesetzlich vorgesehene Partizipation der Streuaktionäre an der Kontrollprämie bedeutet, ist der Anreiz für den Anbieter, Umgehungs-konstellationen zu finden oder eine sich anderweitig bietende Gelegenheit für eine Umgehung zu nutzen, beträchtlich. Der Verkäufer des Aktienpakets seinerseits würde von einem derartigen Umgehungsgeschäft ebenfalls profitieren, denn der Anbieter könnte ihm eine wesentlich höhere Kontrollprämie bezahlen, wenn er sie in einer Weise entrichten könnte, die sich nicht auf den Mindestpreis auswirkt.

Die Kontrolle durch die Prüfstelle hat dieser teilweise übereinstimmenden Interessenlage der Vertragsparteien Rechnung zu tragen: Die Prüfstelle darf zwar durchaus von der Vermutung ausgehen, der Vertrag sei ausgewogen, weil er zwischen zwei unabhängigen Parteien ausgehandelt worden sei, von denen keine die andere habe begünstigen wollen. Diese Vermutung gilt indessen nur für das

Gesamtpaket. In Bezug auf die Bewertung der verschiedenen Leistungen und Gegenleistungen bzw. die Ausscheidung des auf das Aktienpaket entfallenden Teils der Leistungen des Erwerbers gilt dagegen, dass beide Vertragsparteien ein gemeinsames Interesse daran haben, dass die Leistungen des Erwerbers möglichst niedrig, allfällige Nebenleistungen des Veräusserers dagegen möglichst hoch bewertet werden, damit ein möglichst geringer Erwerbspreis für das Aktienpaket und in der Folge ein niedriger Mindestpreis resultiert.

Diese Interessenlage ist von der Prüfstelle bei der Beurteilung zu berücksichtigen. Auch wenn keine Anhaltspunkte vorliegen, dass der Vertragskomplex insgesamt ein Umgehungsgeschäft darstellt, darf die Prüfstelle aus diesem Umstand nicht einfach ableiten, dass das Interesse beider Parteien, den für den Mindestpreis massgeblichen Preis für den vorausgegangenen Erwerb möglichst niedrig zu halten, auch bei der konkreten Ausgestaltung des Vertrags keine Rolle gespielt habe, und auf eine eigentliche Bewertung verzichten.

**7.3** Die Prüfstelle hat somit auch dann, wenn vorab keine konkreten Anzeichen auf ein Umgehungsgeschäft oder andere Unregelmässigkeiten vorliegen, im Rahmen der Sachverhaltsfeststellung unvoreingenommen zu untersuchen, welche wesentlichen Leistungen und Gegenleistungen sich tatsächlich gegenüber stehen. Es versteht sich von selbst, dass ein derartiger Vergleich die Bewertung aller Leistungen bzw. jeder einzelnen wesentlichen Leistung beinhaltet. Nur so kann eine Aussage darüber gemacht werden, ob sich die Leistungen bei gesamthafter Betrachtung die Waage halten oder ob ein Missverhältnis besteht, das zu einer angemessenen Erhöhung oder Reduktion des geltend gemachten Erwerbspreises führen muss. Würde eine derartige Beurteilung gemacht, ohne die Komponenten einzeln festzustellen und zu bewerten, würde die "Beurteilung" durch die Prüfstelle sich letztlich auf die Feststellung beschränken, dass ein synallagmatischer Vertrag vorliege, und die Behauptung der Vertragsparteien, dass das Verhältnis zwischen Leistungen und Gegenleistungen ausgeglichen sei, würde unkritisch übernommen. Eine derartige Beschränkung der Prüfungspflicht aber würde Sinn und Zweck von Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA offensichtlich nicht gerecht.

Dass die Bewertung gewisser Leistungen sehr schwierig sein kann, insbesondere wenn es für die betreffende Leistungsart keine ökonomisch fundierten Bewertungsmodelle oder -ansätze gibt, wie die

Prüfstelle ausführt, trifft sicher zu. In solchen Fällen steht der Prüfstelle ein relativ grosser Beurteilungsspielraum zu. Je unsicherer die zugrunde liegenden Bewertungsfaktoren, je spekulativer die für die Bewertung erforderlichen Annahmen und je schwieriger deshalb die Bewertung der in Frage stehenden Leistungen sind, umso grösser ist daher der Beurteilungsspielraum ("technisches Ermessen") der Prüfstelle bzw. der Übernahmekommission. Die Formulierung, wonach die Prüfstelle in ihrem Bericht die "Angemessenheit" der Erhöhung oder der Minderung zu bestätigen hat (Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA), indiziert ferner, dass bei der Bewertung derartiger Neben- und Gegenleistungen sogar ein eigentlicher Ermessensspielraum besteht. Derartige Beurteilungs- und Ermessensspielräume sind vom Bundesverwaltungsgericht zu respektieren (vgl. E. 5.1).

**7.4** Der durch diese Beurteilungs- und Ermessensspielräume entstehende "Unschärfefaktor" in der Beurteilung bedeutet indessen nicht, dass die Prüfstelle sich bei der Beurteilung von Vertragswerken, die verschiedenartige Leistungen beider Seiten beinhalten, darauf beschränken darf, das Ergebnis ihrer Beurteilung bekannt zu geben, ohne in nachvollziehbarer Weise zu begründen, wie sie zu diesem Schluss gelangt ist. An eine nachvollziehbare Begründung sind nämlich desto strengere Anforderungen zu stellen, je grösser der einer Behörde eingeräumte Beurteilungs- oder Ermessensspielraum ist (vgl. BGE 129 I 232 E. 3.3). Gerade wenn die Bewertung nicht mittels einer praxisüblichen und daher bekannten Methode erfolgt, besteht umso mehr Bedarf, dass die Prüfstelle darlegt, von welchen relevanten Sachverhaltsannahmen sie ausgegangen ist und von welchen Überlegungen sie sich hat leiten lassen.

Die Anforderungen an eine rechtsgenügende Begründung der Prüfstelle sind am ehesten mit der Begründungspflicht eines gerichtlich oder behördlich bestellten Gutachters zu vergleichen, denn auch für die Prüfstelle gilt, dass sie sich durch besondere Fachkunde auszeichnet und die Aufgabe hat, als "verlängerter Arm" der Erstinstanz für diese die entscheidungsrelevanten Tatsachen festzustellen und aufgrund ihres Fachwissens und von anerkannten Erfahrungssätzen zu beurteilen. Nach ständiger bundesgerichtlicher Rechtsprechung darf ein Gutachter sich nicht darauf beschränken, seine Schlussfolgerungen bekannt zu geben, sondern er hat sie auch einleuchtend zu begründen (BGE 125 V 351 E. 3a). Der Gutachter hat zu diesem Zweck die Annahmen und Gedankengänge, aufgrund derer er zu

seinen Schlussfolgerungen gelangt ist, im Einzelnen darzulegen (vgl. ALFRED BÜHLER, Gerichtsgutachter und -gutachten im Zivilprozess, in: Heer/Schöbi [Hrsg.], Gericht und Expertise, Schriften der Stiftung für die Weiterbildung schweizerischer Richterinnen und Richter SWR/Band 6, Bern 2005, S. 60). Diese Grundsätze gelten auch für die Anforderungen an eine rechtsgenüglihe Begründung ihrer Beurteilung durch die Prüfstelle.

Die Prüfstelle hat somit die wesentlichen sich gegenüberstehenden Leistungen, Nebenleistungen und Gegenleistungen je einzeln festzustellen und zu bewerten bzw. deren Bewertung durch die Anbieterin zu kontrollieren. Das Ergebnis dieser Prüfung hat sie – primär gegenüber der Übernahmekommission – zu begründen, damit diese sich vergewissern kann, dass die Beurteilung durch die Prüfstelle transparent, nachvollziehbar und schlüssig ist.

**7.5** Im vorliegenden Fall hat die Prüfstelle im Verlauf des Einspracheverfahrens vor der Übernahmekommission bzw. im Verfahren vor der Vorinstanz dargelegt, warum sie die gegenseitigen Leistungen, Nebenleistungen und Gegenleistungen der Joint-Venture-Partner als angemessen erachtete. Die Übernahmekommission und die Vorinstanz erachteten diese Beurteilung als transparent, nachvollziehbar und plausibel. In der Folge wird daher – mit der dargelegten Zurückhaltung gegenüber dem Urteil der fachkundigeren Vorinstanzen – zu prüfen sein, ob dieser Auffassung gefolgt werden kann.

## **8.**

Bezüglich der Frage, ob die Finanzierungsleistungen, zu denen sich Mitsubishi Plastics in den Verträgen verpflichtet hat, als Zusatzleistungen zu berücksichtigen sind bzw. wie sie gegebenenfalls zu bewerten sind, vertreten die Parteien unterschiedliche Auffassungen.

Die Beschwerdeführerin macht geltend, der für das Aktionärsdarlehen von CHF 50 Mio. vereinbarte Zinssatz von 1 % liege weit unter den Marktbedingungen, womit Aquamit von einer erheblichen Kostenersparnis profitiere. Für die Finanzierung des öffentlichen Angebots habe Mitsubishi Plastics Aquamit eine Wandelanleihe in Höhe von CHF 236 Mio. gewährt. Diese Anleihe sei fest für 5 Jahre, zu einem Zinssatz von umgerechnet rund 3.2 % pro Jahr. Entgegen der Bezeichnung handle es sich indessen nicht um eine Wandelanleihe, denn Mitsubishi Plastics stehe kein einseitiges Wandelrecht zu, sondern eine Wandlung sei nur mit Zustimmung des Managements möglich.

Das "Wandelrecht" könnte daher den äusserst tiefen Zins nicht rechtfertigen. Diese Finanzierungsleistungen durch Mitsubishi Plastics seien im gleichen Vertrag wie die Leistungen des Managements zur Übertragung der Kontrolle über Quadrant geregelt und stünden daher bereits in formeller Hinsicht in einem Austauschverhältnis mit letzteren. Der Schluss der Vorinstanz, dass die Zurverfügungstellung eines günstigen Darlehens keine Leistung zugunsten des Managements sei, da es sich um eine "sachgerechte oder zumindest vertretbare Verzinsung" handle, sei unrichtig. Das Argument, dass bei einer Konzernfinanzierung niedrigere Zinsen üblich seien, treffe nur für die Hälfte des Zinsrabattes zu, von dem Mitsubishi Plastics selbst profitiere, nicht aber für den Rest des Vorteils, der dem Management zukomme. Das Argument der günstigen Refinanzierung von Mitsubishi Plastics sei irrelevant. Dass der Zins nicht marktkonform sei, sei auch daran ersichtlich, dass Mitsubishi Plastics Quadrant ein Darlehen zu 3 % gewährt habe, obwohl dessen Besicherung wesentlich besser sei als diejenige des Darlehens an Aquamit, für das lediglich Quadrant-Aktien hafteten. Die Finanzierungsleistungen durch Mitsubishi Plastics stellten daher eine erhebliche geldwerte Zusatzleistung von Mitsubishi Plastics gegenüber dem Management dar, welche zu bewerten und bei der Berechnung des Mindestpreises zu berücksichtigen sei.

Aquamit bestreitet, dass die Finanzierungsleistungen durch Mitsubishi Plastics und die vertraglich vereinbarten "Founders' Rights" rechtlich relevante Zusatzleistungen zum Kaufpreis der vom Management erworbenen Aquamit-Aktien darstellten. Mitsubishi Plastics habe ein eigenes Interesse an der Finanzierung von Aquamit, denn nach japanischem Rechnungslegungsstandard sei im Falle einer Beteiligung von 50 % grundsätzlich eine Vollkonsolidierung möglich, wenn Mitsubishi Plastics Aquamit in einem wesentlichen Umfang fremdfinanzieren. Durch die Vollkonsolidierung werde Aquamit gesamthaft als Teil des Mitsubishi-Konzerns dargestellt. Ein weiterer Grund für die Fremdfinanzierung durch Mitsubishi Plastics sei gewesen, dass Mitsubishi Plastics dadurch (insbesondere durch das Pfandrecht an den von Aquamit gehaltenen Quadrant-Aktien) zusätzlichen Einfluss gegenüber dem Management habe erlangen können. Das Joint Venture zwischen Mitsubishi Plastics und dem Management sei auf eine Dauer von 15 Jahren angelegt. Es widerspräche Sinn und Zweck eines derartigen Joint Ventures als einer Struktur, welche die Stärken der Partner in einer gemeinsamen Unternehmung zusammenführe, wenn alle Partner symmetrische Leistungen in die Gesellschaft ein-



bringen müssten. Die Akquisitionsfinanzierung durch Mitsubishi Plastics an Aquamit sei eine Konzernfinanzierung, welche typischerweise andere Konditionen aufweise als eine unabhängige Drittfinanzierung. Die gewährten Konditionen entsprächen auch denjenigen von anderen gruppeninternen Finanzierungen im Mitsubishi Konzern. Es würde der wirtschaftlichen Vernunft widersprechen, sich bei einer Drittbank oder über den Kapitalmarkt zu finanzieren, wenn man günstigere Konditionen durch die Konzernmutter erhalte. Der von der Beschwerdeführerin beanstandete unterschiedliche Zinssatz unter der Akquisitionsfinanzierung und der Refinanzierungsanleihe sei berechtigt und lasse sich erklären. Bei der Wandelanleihe, die Teil der Verhandlungen zwischen Mitsubishi Plastics und dem Management gewesen sei, handle es sich um die Finanzierung des öffentlichen Kaufangebots, d.h. eine Konzernfinanzierung. Hingegen sei die Refinanzierung zwischen Mitsubishi und Quadrant vereinbart worden, und Mitsubishi Plastics habe die hierbei getroffene Zinsregelung (höherer Zins und relativ kurze Dauer) unter anderem deshalb verlangt, um so Quadrant einen Anreiz zu setzen, sich möglichst rasch um eine Drittfinanzierung zu bemühen. Die Finanzierungsbedingungen seien aus Sicht der Mindestpreisregelung auch deswegen ohne Bedeutung, weil ein allfälliger Zinsvorteil nicht dem Management, sondern Aquamit zugute komme und damit das Management keinen übernahmerechtlich relevanten geldwerten Vorteil erlangt habe. Ein allfälliger zukünftiger Vorteil des Managements würde sich erst beim Verkauf der verbleibenden Aquamit-Anteile des Managements materialisieren, welcher aber in den ersten fünf Jahren des Joint Ventures ausgeschlossen sei. Aus Sicht der Mindestpreisregelung sei ein späterer Verkauf irrelevant.

Auch Quadrant bestreitet, dass die Finanzierung von Aquamit durch Mitsubishi Plastics sowie die im Joint Venture-Vertrag vorgesehenen "Founders' Rights" rechtlich relevante Zusatzleistungen darstellten.

In ihrer Verfügung führte die Erstinstanz aus, die von Mitsubishi Plastics zur Verfügung gestellten Finanzierungen entsprächen allenfalls nicht den bei Drittfinanzierungen üblicherweise geltenden Konditionen, sondern seien eher mit einer bona fide Konzernfinanzierung vergleichbar. Die sich daraus ergebenden Vorzüge kämen jedoch dem Joint-Venture zugute und stünden in keinem offensichtlich unausgewogenen Verhältnis zu den Leistungen des Managements.

Die Vorinstanz führte in ihrer Verfügung aus, Mitsubishi Plastics sei ein industrieller und strategischer Partner von Quadrant. Dass sie Aquamit eine Finanzierung zu vergleichsweise günstigeren Zinskonditionen als eine Investmentbank gewährt habe, sei daher sachgerecht und vertretbar. Die Verzinsung der Finanzierung erscheine wohl günstig, aber unter Berücksichtigung der Tatsachen, dass das Darlehen durch Verpfändung eines grossen Teils der Aktien der Zielgesellschaft gesichert sei, der gewährte Zinssatz analog zu den Zinssätzen anderer Gruppengesellschaften von Mitsubishi Plastics sei, das Darlehen von CHF 50 Mio. direkt refinanziert werde und Mitsubishi Plastics die guten Konditionen an den Kreditnehmer weitergebe, erschienen die Leistungen jedoch nicht als unangemessen. In ihrer Vernehmlassung legt die Vorinstanz bezüglich der Wandelanleihe dar, bereits die Möglichkeit der Wandlung des Darlehens in Aktien verleihe dem Darlehen einen Mezzanine-Charakter. Das Darlehen sei daher nicht mehr als reines Fremdkapital anzusehen, der tiefere Zinssatz sei daher gerechtfertigt. Die Kritik der Beschwerdeführerin an dem von der Prüfstelle zur Beurteilung der Zinsmarge angenommenen Rating der Aquamit sei ungerechtfertigt. Im Bereich des Ratings gebe es keine Standards, weshalb die verschiedenen Ratings nicht eins zu eins miteinander verglichen werden könnten.

**8.1** Zur weiteren Sachverhaltsabklärung beantragt Aquamit die Einvernahme eines Mitglieds des Managements sowie des vormaligen Finanzchefs und damaligen Verhandlungsführers von Mitsubishi Plastics als Zeugen.

Bei diesen Personen handelt es sich um Aktionäre oder Organe der Beschwerdegegnerinnen, die aufgrund ihrer offensichtlichen Interessenlage höchstens als Auskunftspersonen einvernommen werden könnten und deren Aussagen keinen wesentlich höheren Beweiswert aufweisen würden als die Parteibehauptungen in den Rechtsschriften (vgl. CHRISTOPH AUER, in: Auer/Müller/Schindler [Hrsg.], a.a.O., Rz. 35 f. zu Art. 12 VwVG). Auf ihre Einvernahme kann daher in antizipierter Beweiswürdigung verzichtet werden.

**8.2** Unbestritten und aktenmässig erstellt ist, dass Mitsubishi Plastics gestützt auf den Darlehensvertrag vom 1. Mai 2009 Aquamit in einer ersten Phase ein Darlehen von CHF 50 Mio. gewährte, um von Quadrant, Swiss Small Cap Invest AG, Corisol Holding AG und KWE Beteiligungen AG insgesamt 465'567 Quadrant-Aktien zu erwerben.

In der Folge wurde dieses Darlehen gemäss dem Wandelanleihevertrag vom 1. Mai 2009 in der vertraglich vorgesehenen Weise grösstenteils durch die Wandelanleihe von maximal CHF 236 Mio. (PTO-Wandelanleihe) abgelöst, welche im Übrigen insbesondere auch der Finanzierung des öffentlichen Kaufangebots diente. Der vereinbarte Zinssatz für diese Anleihe beträgt Euribor + 0.5 %. Die Wandelanleihe ist eine Nullcouponanleihe mit einer Laufzeit bis 2014 und wird durch ein Pfandrecht an den von Drittpersonen erworbenen Quadrant-Aktien gesichert.

Im Joint Venture-Vertrag verpflichtete sich Mitsubishi Plastics weiter, Aquamit unter einer weiteren Wandelanleihe (nachfolgend: Refinancing Wandelanleihe) die nötigen Mittel zukommen zu lassen, damit Aquamit im Fall des Zustandekommens des öffentlichen Kaufangebots den Syndikatskredit von CHF 173'431'000.–, den Quadrant im Jahr 2009 refinanzieren musste, ablösen konnte. Die Konditionen dieses Darlehens von Mitsubishi Plastics an Aquamit (Refinancing Wandelanleihe) widerspiegeln diejenigen des entsprechenden Darlehens von Aquamit an Quadrant zur Ablösung des Syndikatskredits: die Verzinsung beträgt je anfänglich Euribor + 2 % und erhöht sich pro Quartal um 0.25 %.

Dass diese Finanzierungen, insbesondere die Zinskonditionen der PTO-Wandelanleihe, wesentlich günstiger sind als ein entsprechendes Darlehen von einem anderen Kreditgeber gewesen wäre, ist weitgehend ebenfalls unbestritten und offensichtlich.

**8.3** Die Prüfstelle, die Vorinstanzen und Aquamit argumentieren vorab, diese günstigen Konditionen kämen gar nicht dem Management, sondern Quadrant bzw. dem Joint Venture Aquamit zugute. Insofern handle es sich nicht um geldwerte Leistungen an das Management.

Diesem Argument kann nicht gefolgt werden. Richtig ist zwar, dass die günstige Finanzierung der Wandelanleihe, welche Aquamit dafür verwenden sollte, den Syndikatskredit von Quadrant abzulösen, offenbar primär eine Konsequenz der von Quadrant im Transaktionsvertrag ausgehandelten Refinanzierung darstellt. Quadrant wird als Folge der Übernahme indessen zu einer hundertprozentigen Tochter von Aquamit. Das Management seinerseits hält zusammen 50 % der Aktien von Aquamit. Besonders günstige Zinskonditionen für Aquamit oder für Quadrant wirken sich daher direkt bzw. indirekt positiv auf den Unternehmenserfolg von Aquamit aus. Soweit allfällige Gewinne als

Dividenden ausgeschüttet werden, partizipiert das Management daran zu 50 %. Werden die Gewinne nicht oder nicht vollständig ausgeschüttet, so erhöht sich der innere Wert der Aktien. Diese Wertsteigerung kann jedes Mitglied des Managements nach Ablauf der Lock-up-Periode von fünf Jahren jedenfalls insoweit realisieren, als es berechtigt ist, seine Aktien zu dem Preis zu verkaufen, den ihm ein allenfalls interessierter Dritter dafür bietet. Das Vorkaufsrecht der übrigen Mitglieder bzw. subsidiär von Mitsubishi Plastics muss zu dem von einem interessierten Dritten angebotenen Preis ausgeübt werden. Jeder finanzielle Vorteil, der Aquamit oder Quadrant durch Mitsubishi Plastics gewährt wird, wirkt sich daher indirekt zu 50 % zu Gunsten des Managements aus.

Es ist an sich nicht zu beanstanden, wenn der Umstand, dass ein derartiger Vorteil möglicherweise erst in fünf Jahren realisiert werden kann, bei der Bewertung berücksichtigt wird, genau wie andere Faktoren, welche einer Realisierung des vollen inneren Werts der Aquamit-Aktien möglicherweise entgegenstehen könnten. Nicht nachvollziehbar ist indessen, warum diese Lock-up-Periode eine Berücksichtigung als Nebenleistung gänzlich ausschliessen sollte, wie Quadrant argumentiert.

Dem Argument der Prüfstelle, der Vorinstanzen und der Anbieterin, die günstigen Finanzierungsbedingungen kämen gar nicht dem Management, sondern dem Joint Venture Aquamit bzw. Quadrant zu gute und stellten daher keine geldwerten Leistungen an das Management dar, kann daher nicht gefolgt werden.

**8.4** Die Prüfstelle führte in ihren Stellungnahme gegenüber der Vorinstanz aus, der Wandeloption komme ein ökonomischer Wert zu. Bei vergleichbaren Schweizer Unternehmen seien dafür Abschläge von 0.6 % bis 1.6 % feststellbar.

Die Beschwerdeführerin weist diesbezüglich zu Recht darauf hin, dass die als Wandelanleihen bezeichneten Anleihen diese Bezeichnung zu Unrecht tragen. Die Definition einer Wandelanleihe setzt bereits begrifflich voraus, dass der Gläubiger der Anleihe über das Recht verfügt, während einer bestimmten Frist und zu einem bestimmten Preis seine Obligation in eine festgelegte Anzahl von Beteiligungspapieren wandeln zu können (vgl. Art. 653 des Obligationenrechts vom 30. März 1911 [OR, SR 220]; PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht. Einführung und Überblick, 2. vollst. neu bearb. und erw. Aufl., Bern

2004, § 11 N. 227). Im vorliegenden Fall räumt der Wandelanleihevertrag Mitsubishi Plastics indessen gerade kein derartiges einseitiges Gestaltungsrecht ein, denn eine entsprechende Wandlung wäre nur mit Zustimmung von Aquamit bzw. des Managements möglich (vgl. PTO-Wandelanleihevertrag, Schedule A, Clause 5.1; Joint Venture-Vertrag Ziff. 3.4.5.).

Die Auffassung der Prüfstelle und der Vorinstanz, die Wandelanleihe sei mit einer Wandeloption verknüpft, weshalb sie "Mezzanine-Charakter" habe, basiert somit auf einer unrichtigen Sachverhaltsfeststellung.

Ob selbst der Möglichkeit einer Wandlung, die zwar keine Wandeloption im Sinne des Gesetzes darstellt, sondern nur mit Zustimmung des Managements ausgeübt werden könnte, auch ein gewisser ökonomischer Wert zukommen könnte, kann offen gelassen werden, da ein diesbezüglicher Abzug jedenfalls eine nachvollziehbare Begründung durch die Prüfstelle voraussetzen würde.

**8.5** Die Prüfstelle führte weiter aus, Mitsubishi Plastics habe ein eigenes Interesse an der Finanzierung von Aquamit gehabt, denn nach japanischem Rechnungslegungsstandard erlaube die anvisierte Struktur die vollständige Konsolidierung der Zielgesellschaft.

Aquamit ergänzt dazu, bei einer Beteiligung von 50 % sei grundsätzlich eine Vollkonsolidierung möglich, wenn Mitsubishi Plastics Aquamit in einem wesentlichen Umfang fremdfinanzieren. Durch die Vollkonsolidierung werde Aquamit gesamthaft als Teil des Mitsubishi-Konzerns dargestellt. Sie belegt dies durch (übersetzte) Auszüge aus den massgeblichen japanischen Bestimmungen. Ein Interesse von Mitsubishi Plastics an einer derartigen Vollkonsolidierung ist zwar nachvollziehbar, doch hat die Prüfstelle keine weiteren Angaben zur konkreten Bewertung dieses Interesses gemacht.

**8.6** Die Prüfstelle führte in ihrer Stellungnahme gegenüber der Vorinstanz aus, ob sich ein guter Schuldner in Yen oder in Franken verschulde, sei irrelevant, da in einem effizienten Markt die Forward Exchange Rate das Zinsdifferential ausgleichen sollte. Werden angenommen, dass Mitsubishi Plastics den von ihrer Bank erhaltenen Kredit vollumfänglich absichere, seien die Zinskosten für Mitsubishi Plastics in einem arbitragefreien Markt gleich den Zinskosten eines in Schweizerfranken aufgenommenen Kredits. Insofern könne sich die

Frage der marktüblichen Konditionen nur auf den Kreditrisikozuschlag beschränken. Diese Überlegungen sind unbestritten und nachvollziehbar.

Zur Frage, ob die Kreditrisikozuschläge im vorliegenden Fall angemessen sind oder nicht, führen die Prüfstelle und die Parteien verschiedene Argumente und Einwände an, die in der Folge im Einzelnen zu prüfen sind:

**8.6.1** Nach der Einschätzung der Prüfstelle ist die Anbieterin kreditrisikomässig im Bereich eines BBB-Ratings anzusiedeln. Der durchschnittliche gewichtete Zinssatz für Unternehmensanleihen von Schweizer Firmen mit einem BBB-Rating betrage 3.8 %.

Ob Aquamit kreditrisikomässig im Bereich eines BBB-Ratings einzustufen ist oder ob diese Einstufung angesichts der hohen Fremdfinanzierung zu hoch ist, wie die Beschwerdeführerin behauptet, ist eine technische Frage, zu deren Beantwortung die Prüfstelle offensichtlich besser geeignet ist als das Bundesverwaltungsgericht, dem das diesbezügliche Spezialwissen abgeht. Die Prüfstelle hat ihre Einstufung indessen überhaupt nicht begründet. Insofern rügt die Beschwerdeführerin jedenfalls zu Recht, dass dieser Teil der Bewertung weder transparent noch nachvollziehbar ist.

**8.6.2** Die Prüfstelle führt weiter aus, die Kreditmarge von 0.5 % bis 0.6 % sei auch darum nicht unangemessen, weil Mitsubishi Plastics umfangreiche Sicherheiten erhalten habe.

Unbestritten und aktenkundig ist, dass diese Sicherheiten lediglich in einem Pfandrecht an einem Teil der von Aquamit gehaltenen Quadrant-Aktien bestehen und dass Aquamit neben den Quadrant-Aktien über keine weiteren Aktiven verfügt. Die Beschwerdeführerin wendet daher zu Recht ein, dass die PTO-Wandelanleihe verglichen mit dem Quadrant gewährten Darlehen zur Ablösung des Syndikatskredits nachrangig besichert ist und daher einen vergleichsweise höheren, und nicht einen niedrigeren Risikozuschlag aufweisen müsste (vgl. das Parteigutachten Zimmermann vom 15. August 2009 S. 2). Da alle übrigen zinsrelevanten Faktoren bezüglich dieser beiden Darlehen identisch sind, ist dieser Vergleich einschlägig. Unbestritten ist auch, dass das Darlehen an Quadrant wesentlich günstiger ist als eine Drittfinanzierung zu Marktkonditionen. So führte Dr. Niggli in einem Interview aus, bei einer Drittfinanzierung hätte Quadrant mit

mindestens 9.2 % Zins rechnen müssen (Finanz und Wirtschaft vom 24. Juni 2009, S. 16 f.).

Angesichts dieser Diskrepanz zwischen den Zinskonditionen der PTO-Wandelanleihe und den Konditionen des Darlehens von Aquamit an Quadrant zur Ablösung des Syndikatskredits (Euribor + 0.5 % bzw. Euribor + 2 % sowie Erhöhung um 0.25 % pro Quartal) muss die Beurteilung der Prüfstelle, angesichts der umfangreichen Sicherheiten seien die Zinskonditionen für die Wandelanleihe risikogerecht, als nicht plausibel eingestuft werden.

Im Parteigutachten von Aquamit wird argumentiert, wenn das Management statt der Finanzierung durch Mitsubishi Plastics selbst 50 % der Finanzierung von Drittkreditgebern hätte beschaffen müssen, so hätten die Mitglieder des Managements als "High-Networth-Individuals" keine teureren Konditionen gewärtigen müssen. Ob diese Behauptung zutrifft, kann offen gelassen werden, da der Vergleich ohnehin nicht statthaft ist: Bei einem derartigen Kredit wären die verpfändeten Quadrant-Aktien nicht die einzige Sicherheit gewesen, wie im vorliegenden Fall, in dem Aquamit Kreditnehmerin ist. Bei einem Kredit an die Mitglieder des Managements hätte ein Drittkreditgeber daneben auch das gesamte übrige Vermögen dieser "High-Networth-Individuals" als Sicherheit berücksichtigen können. Dieser hypothetische Sachverhalt kann daher nicht zum Vergleich herangezogen werden.

**8.6.3** Die Prüfstelle führte weiter aus, ein Investor wie Mitsubishi Plastics, der mit der Transaktion langfristige strategische Ziele verfolgen, schätze das Risiko anders ein als ein reiner Finanzinvestor. Der Zinssatz sei daher analog zu den Zinssätzen auf Darlehen an andere Gruppengesellschaften des Konzerns bestimmt worden. Deren Bandbreite liege zwischen Tibor + 0.3 % und + 0.5 %.

Dass Konzernfinanzierungen normalerweise wesentlich günstigere Konditionen aufweisen als unabhängige Drittfinanzierungen, ist nachvollziehbar. Ein Grund dafür liegt, wie die Beschwerdegegnerinnen und die Parteigutachter von Aquamit darlegen, darin, dass die Kreditgeberin nicht den aus Informationsasymmetrien und Zieldivergenzen erwachsenden Agency-Risiken ausgesetzt ist, wie dies bei Drittkapitalgebern, insbesondere Banken, der Fall ist. Als hälftige Miteigentümerin von Aquamit kann Mitsubishi Plastics aktiv Einfluss auf die strategische und operative Führung von Quadrant und damit auch

auf das Gedeihen des Joint Ventures nehmen (vgl. Professor Rudolf Volkart und Dr. Thomas Vettiger, Gutachten IFBC vom 22. Oktober 2009, S. 25). Dass diese Agency-Risiken auch bei einem Drittkapitalgeber durch geeignete Massnahmen beschränkt werden könnten, wie die Beschwerdeführerin geltend macht, mag zutreffen, erscheint indessen nicht als ausschlaggebend, da derartige Massnahmen für den Schuldner kaum kostenneutral sein dürften. Ein angemessener Abzug für geringere Agency-Risiken ist daher nicht zu beanstanden.

Darüber hinaus erscheint der Vergleich mit den Kreditkonditionen, die anderen Unternehmen des Mitsubishi-Konzerns gewährt wurden, indessen als nicht statthaft, denn die Prüfstelle hat nicht dargelegt, ob es sich bei diesen anderen Unternehmen um hundertprozentige Töchter oder Konzernschwestern von Mitsubishi Plastics handelt oder lediglich um Gesellschaften, an denen Mitsubishi Plastics eine nicht beherrschende Beteiligung hält. Die Beschwerdeführerin rügt diesbezüglich zu Recht, dass sich das Verhältnis zwischen Mitsubishi Plastics und Aquamit wesentlich vom Verhältnis zwischen Konzernmutter und hundertprozentiger Konzerntochter unterscheidet. Während eine allfällige Zinsvergünstigung, die einer hundertprozentigen Konzerntochter gewährt wird, über eine allfällige Dividende oder Zunahme des inneren Werts der Aktien der Tochter wiederum voll der Konzernmutter zu Gute kommt, ist das bei einer nur fünfzigprozentigen Beteiligung nur zur Hälfte der Fall. Die andere Hälfte der Zinsvergünstigung stellt angesichts der Eigentumsverhältnisse an Aquamit einen Verlust für Mitsubishi Plastics bzw. eine Leistung an die anderen Aktionäre, d.h. an das Management, dar.

Die Überlegung der Prüfstelle, der gewährte Zins sei auch darum angemessen, weil er analog zu den Zinssätzen auf Darlehen an andere Gruppengesellschaften des Konzerns bestimmt worden sei, ist somit nicht plausibel, denn sie lässt einen entscheidungswesentlichen Unterschied zwischen Aquamit und hundertprozentigen Konzerntöchtern des Mitsubishi-Konzerns unberücksichtigt.

**8.7** Die Prüfstelle begründete ihre Beurteilung letztlich auch mit dem Argument, Mitsubishi Plastics gehöre zum Mitsubishi Chemical Holdings Konzern, der eine Börsenkapitalisierung von rund CHF 6.7 Mrd. aufweise, weshalb sie die Anleihen ohne übermässige Leverage finanzieren könne. Sie werde sich vermutlich kurzfristig zu



Libor + 0.3 % refinanzieren und gebe diese günstige Finanzierung teilweise an die Aquamit weiter.

Die Beschwerdeführerin rügt indessen zu Recht, dass es auf die Art und Weise der Refinanzierung von Mitsubishi Plastics nicht ankommen kann. Ein Kontrollzuschlag kann nicht bereits deshalb unbeachtlich sein, weil der Anbieter finanzstark ist und den Zuschlag bezahlen kann, ohne sich für die entsprechende Summe refinanzieren zu müssen. Massgebend für die Bewertung allfälliger Zusatzleistungen ist der objektive Wert der betreffenden Leistung (vgl. E. 5.3). Indem die Prüfstelle auf die subjektiven Refinanzierungsmöglichkeiten von Mitsubishi Plastics statt auf den Vergleich mit marktüblichen Zinskonditionen, korrigiert um einen angemessenen Kreditrisikoabzug wegen der geringeren Agency-Risiken, abgestellt hat, ist sie rechtlich von einer falschen Prämisse ausgegangen.

**8.8** Als Zwischenergebnis ergibt sich somit, dass der Prüfstelle nicht in Bezug auf alle von ihr angeführten Gründe, weshalb die Zinskonditionen der von Mitsubishi Plastics eingebrachten Finanzierungen angemessen seien, gefolgt werden kann. Die Argumente der Prüfstelle sind zwar nicht alle kumulativer, sondern teilweise auch alternativer Natur. Indessen verbleibt keine als alleinige Begründung ausreichende Argumentationskette, die nicht zumindest in einem Teilelement zu beanstanden ist.

## **9.**

Die Beschwerdeführerin verlangt auch die Berücksichtigung der sogenannten "Founders' Rights" als Zusatzleistungen. Diese Rechte seien dem Management im Joint Venture-Vertrag eingeräumt worden für den Fall, dass Mitsubishi Plastics die günstige Finanzierung nicht fortsetze. Diese "Founders' Rights" stellten eine Put/Call-Option per 30. Juni 2014 für den eigenen bzw. den Aktienanteil von Mitsubishi Plastics zum Net Asset Value (NAV) dar. Der Fremdkapitalanteil von Aquamit betrage 80 %; der Zinssatz weit unter den Marktbedingungen, zu dem Mitsubishi Plastics diese Finanzierung eingebracht habe, führe dank der Hebelwirkung zu einem direkten und erheblichen Vermögensgewinn für das Management, dem 50 % der Aktien gehörten. Dank den "Founders' Rights" könne das Management diesen Vermögensgewinn auch realisieren. Zur Bewertung der "Founders' Rights" legt die Beschwerdeführerin eine detaillierte Berechnung ins Recht

und beantragt die Einholung einer Expertise durch das Bundesverwaltungsgericht.

Aquamit wendet dagegen ein, das dem Management zustehende "Founders' Right" habe keinen wesentlichen Wert und stelle somit keine wesentliche Zusatzleistung dar. Zwar habe das Management dadurch das Recht, falls Mitsubishi die von ihm gezeichnete Wandelanleihe am 30. Juni 2014 nicht verlängere, die gesamte Wandelanleihe und die von Mitsubishi Plastics gehaltenen Aquamit-Aktien von Mitsubishi Plastics zu erwerben oder die vom Management gehaltenen Aquamit-Aktien an Mitsubishi Plastics zu verkaufen. Indessen sei es ungewiss, ob das Management die für die erste Option nötigen finanziellen Mittel innert fünf Monaten besorgen könne. Sodann trete dieses "Founders' Right" nur in Kraft, wenn Mitsubishi Plastics nicht anbiete, die Laufzeit der Wandelanleihe zu verlängern oder die Wandelanleihe zu erneuern. Bei Verlängerung der Wandelanleihe komme es im Jahr 2024 zur Beendigung des Joint Venture-Vertrages und diesfalls habe das Management kein "Founders' Right". Somit liege es zu jedem Zeitpunkt im alleinigen Ermessen von Mitsubishi Plastics zu entscheiden, ob das "Founders' Right" zur Anwendung komme. Der Zweck der Vertragsklausel sei es zu verhindern, dass Mitsubishi Plastics die Finanzierung bereits nach Ablauf der fünfjährigen Laufzeit der Wandelanleihe nicht verlängere. Das "Founders' Right" stelle das Gegenrecht des Managements dar zum Recht von Mitsubishi Plastics, den Zeitpunkt der Beendigung der Finanzierung zu bestimmen. Es sei nicht darum gegangen, dem Management einen Ausstieg zu einem hohen Preis zu garantieren, was sich daran zeige, dass der für die Aquamit-Aktien zu bezahlende Kaufpreis gemäss dem Joint Venture-Vertrag dem NAV von Aquamit entspreche, wobei aber gemäss der Definition in Beilage 1 zum Joint Venture-Vertrag die von Aquamit gehaltenen Quadrant-Aktien zum Angebotspreis, d.h. CHF 86.–, in die Bewertung einzusetzen seien.

In ihrer Replik bezweifelt die Beschwerdeführerin die Auslegung des "NAV" durch Aquamit und deren Parteigutachten. Gemäss Vertrag werde auf die konsolidierte Bilanz abgestellt. Bei der Konsolidierung verschwänden aber die Aktien der Tochtergesellschaft und würden durch deren Vermögenswerte ersetzt. Von der Interessenlage des Managements her sei zu erwarten, dass dieses im Fall des Inkrafttretens des "Founders' Right" das Verkaufsrecht (Put) wählen würde, wenn der Marktwert der Aktien unter dem Buch-"NAV" liege, und da-

gegen das Kaufrecht (Call) ausüben würde, wenn der Marktwert über diesem Preis liege. Dementsprechend würde Mitsubishi Plastics die Finanzierung dann weiterführen, wenn diese zu einem geringeren Mittelabfluss führen würde als die zu erwartende Ausübung des "Founders' Right" durch das Management. Werde aufgrund der Ausführungen der Aquamit und im IFBC-Gutachten davon ausgegangen, dass die Funktion der "Founders' Rights" darin liege, dass Mitsubishi die günstige Finanzierung während 15 Jahren aufrecht erhalte, so entspreche der Wert der Zusatzleistungen, d.h. der Finanzierung einschliesslich der "Founders' Rights", dem Wert von 15 Jahren Zinsersparnis. Dieser Wert belaufe sich insgesamt auf CHF 71,1 Mio. bzw. CHF 328.22 pro Aktie. Davon müssten sich 75 % im Mindestpreis für das öffentliche Angebot niederschlagen, was einen Zuschlag zum Preis in der Höhe von CHF 246.17 ergebe. Werde der geldwerte Vorteil der Verzinsung nur auf der 3 %-Marge berechnet, die sich aus dem von Mitsubishi an Quadrant gewährten Darlehen ergebe, resultiere daraus ein Gesamtbetrag von CHF 35,2 Mio. bzw. CHF 162.46 pro Quadrant-Aktie.

Aquamit hält dagegen in ihrer Duplik fest, aus dem Gutachten IFBC gehe klar hervor, dass dem "Founders' Right" kein massgeblicher finanzieller Wert zukomme. Das "Founders' Right" komme nur zur Anwendung, wenn Mitsubishi die Akquisitionsfinanzierung nach fünf Jahren nicht verlängere. Professor Volkart und Dr. Vettiger hätten dargelegt, dass die Nichtweiterführung der Finanzierung durch Mitsubishi Plastics kaum wahrscheinlich sei. Angesichts dessen, dass es allein im Ermessen von Mitsubishi Plastics liege, ob dem Management nach fünf Jahren ein "Founders' Right" zustehe und dass dem Management bei Ablauf der 15-jährigen Vertragsdauer des Joint Venture ebenfalls kein "Founders' Right" zustehe, sei es falsch, von einem werthaltigen Recht des Managements zu sprechen.

**9.1** Die Prüfstelle führte in ihren Stellungnahmen vor der Übernahmekommission und im vorinstanzlichen Verfahren aus, sie sei nicht in der Lage gewesen, diese Option vernünftig zu bewerten. Jegliche Berechnung würde daran scheitern, dass sie nicht objektivierbar wäre. Eine Bewertung sei indessen für die Gesamtbeurteilung auch gar nicht nötig gewesen. In der Beschwerde an die Vorinstanz sei geltend gemacht worden, dass der Wert der Put-Option dadurch bestimmt werde, dass Aquamit weiterhin eine günstige Finanzierung erhalte. Es könne

daher auf die Begründung, warum die Finanzierung nicht unangemessen sei, verwiesen werden.

**9.2** In sachverhaltlicher Hinsicht ist von folgenden unbestrittenen Passagen in den relevanten Vertragswerken auszugehen:

Im Joint Venture-Vertrag wird ausgeführt, dass die Parteien davon ausgehen, dass die Wandelanleihe, mit der das Übernahmeangebot finanziert wird, am 30. Juni 2014 zurückbezahlt wird, sofern sie nicht bereits vorher zurückbezahlt oder gewandelt wurde oder aufgrund einer Vereinbarung zwischen Aquamit und Mitsubishi Plastics verlängert bzw. erneuert wird. Sollte Mitsubishi Plastics nicht gewillt sein, die Wandelanleihe zu verlängern, steht den Mitgliedern des Managements ein "Founders' Right" zu (vgl. Joint Venture-Vertrag Ziff. 3.3.5). Dieses gibt ihnen das Recht, entweder ihre Aquamit-Aktien zum "NAV" an Mitsubishi Plastics zu verkaufen oder aber die Wandelanleihe sowie alle Aquamit-Aktien zum "NAV" von Mitsubishi Plastics zu kaufen und alle übrigen Verpflichtungen von Aquamit und deren Tochtergesellschaften gegenüber Mitsubishi Plastics zu erwerben. Der "NAV" ist im Anhang definiert; von Aquamit gehaltene Quadrant-Aktien sind dabei zum Preis des öffentlichen Angebots zu bewerten.

**9.3** Die Auslegung und Konsequenzen dieser vertraglichen Bestimmungen sind indessen teilweise bestritten:

Die Bewertung des "Founders' Right" nach der Berechnungsweise der Beschwerdeführerin basiert auf der Annahme, dass für die Berechnung des "NAV" die von Aquamit gehaltenen Quadrant-Aktien zum inneren Wert angerechnet würden. Wie Aquamit zu Recht entgegnet, lässt diese Annahme indessen die spezifische Definition im Anhang des Joint-Venture-Vertrags ausser acht. Der Einwand der Beschwerdeführerin, dass diese Definition aufgrund der Konsolidierungsvorschriften gar nicht zur Anwendung komme, mag in formeller Hinsicht zutreffend sein, entleert aber die spezifische Definition des "NAV" im Vertrag von jeglichem Sinn und dürfte daher den wirklichen Willen der Vertragsparteien nicht besser wiedergeben als die von Aquamit dargelegte Auslegung.

In den Gutachten der IFBC wird ausgeführt, wenn die verschiedenen möglichen Szenarien betrachtet würden, erscheine nur bei einer negativen Wertentwicklung von Quadrant eine geringe Wahrscheinlichkeit einer Nichtweiterführung der Finanzierung durch Mitsubishi

Plastics und eine bestimmte Wertrealisierung durch das Management Team als möglich. Bei einer positiven Wertentwicklung würde Mitsubishi Plastics nur bei einer strategischen Neubeurteilung, nicht aus finanziellen Gründen, auf eine Weiterführung der Finanzierung verzichten. Es sei daher mit hoher Wahrscheinlichkeit von einer Weiterführung der Finanzierung durch Mitsubishi Plastics auszugehen. Zweck des "Founders' Right" sei es denn auch, die höhere Finanzkraft von Mitsubishi Plastics sowie ihr vorgelagertes Entscheidungsrecht betreffend der Weiterführung der Finanzierung und die damit verbundene Machtposition auszugleichen. Damit werde dem Joint Venture die im Sinne einer Gesamtlösung notwendige nachhaltige Stabilität verliehen (Gutachten der IFBC vom 22. Oktober 2009, S. 17 ff. und S. 25).

Die Beschwerdeführerin scheint in ihrer Replik diese Beurteilung nun zu akzeptieren und bereit zu sein, mit dem Parteigutachten von Aquamit von der Annahme auszugehen, dass die Funktion des "Founders' Right" letztlich darin liege, Mitsubishi Plastics dazu zu bewegen, die Wandelanleihe bis zum Jahr 2024 zu verlängern.

Anders als die Beschwerdeführerin – und das Parteigutachten von Aquamit – geht die Prüfstelle offenbar nicht generell davon aus, dass die gesamte Wandelanleihe aufgrund des "Founders' Right" bis 2024 verlängert werden wird. So führte sie aus, es sei nicht unrealistisch, dass die Wandelanleihe amortisiert werde. Auch Quadrant scheint von einer derartigen Annahme auszugehen.

**9.3.1** Der Joint-Venture-Vertrag und der Wandelanleihevertrag gehen vom Grundsatz aus, dass die Wandelanleihe am 30. Juni 2014 zurückbezahlt werde (vgl. Joint-Venture-Vertrag, Ziff. 3.3.5; Wandelanleihevertrag, Schedule A, Ziff. 7.1). Die Auslegung, dass die Verlängerungsmöglichkeit nur für den Fall und insoweit greifen sollte, als Aquamit nicht in der Lage sein sollte, die Wandelanleihe fristgerecht zurückzuzahlen, erscheint angesichts dieser grundsätzlichen Verpflichtung als vertretbar.

**9.3.2** Die Beschwerdeführerin macht zwar geltend, das Management werde seine Stimmkraft und das "Founders' Right" ausnützen, um zu verhindern, dass Aquamit das Darlehen vorher zurückzahle, so dass die gesamte Wandelanleihe bis 2024 verlängert werde. Die komplizierten Bestimmungen bezüglich des "Founders' Right" und der spezifischen Definition des "NAV" seien lediglich eine Ver-

schleierungstaktik, um vor den Minderheitsaktionären und den Behörden zu verbergen, dass die günstige Finanzierung in Wirklichkeit für fünfzehn Jahre vereinbart sei. Für diese Annahme fehlen indessen weitere Indizien. Die in Frage stehenden Vertragsbestimmungen erwecken insgesamt nicht den Eindruck einer derartigen Zweckbestimmung.

**9.3.3** Soweit die Beschwerdeführerin davon ausgeht, das "Founders' Right" führe zu einer automatischen bzw. nur vom Willen des Managements abhängigen Verlängerung der Wandelanleihe bis zum Jahr 2024, kann ihr daher nicht gefolgt werden.

**9.4** Dass der günstige Zinssatz, zu dem Mitsubishi Plastics Aquamit finanziert, zu einem Vermögensgewinn des Managements führen könnte, dem 50 % der Aquamit-Aktien gehören, wurde bereits dargelegt (E. 8.3). Diesem Aspekt ist indessen durch eine korrekte bzw. angemessene Bewertung der Finanzierungsvergünstigung und allfälliger Nebenleistungen des Managements Rechnung zu tragen. Das "Founders' Right" kann keinen Anlass bieten, die gleiche Zusatzleistung nicht nur unter dem Blickwinkel von Mitsubishi Plastics, welche die Leistung in das Joint Venture einbringen, sondern zusätzlich noch ein zweites Mal aus der Perspektive des Managements, welche von der Leistung profitieren, als Option zu bewerten. Zu diesem Schluss ist offenbar auch die Beschwerdeführerin gelangt und propagiert in ihrer Replik die beiden Berechnungsmethoden nur mehr als Alternativen.

Die Frage, ob das "Founders' Right" als Option aufzufassen und entsprechend zu bewerten sei, erübrigt sich daher. Auf die diesbezüglichen Parteigutachten der Beschwerdeführerin bzw. auf ihren Antrag, ein weiteres derartiges Gutachten durch das Gericht einzuholen, braucht aus diesem Grund nicht weiter eingegangen zu werden.

## **10.**

Bezüglich der Frage allfälliger Gegenleistungen des Managements rügt die Beschwerdeführerin, weder der Rahmenvertrag noch die anderen von der Anbieterin eingereichten Verträge sähen neben der Verschaffung der Kontrolle weitere Leistungen des Managements vor. Insbesondere sei keine Arbeits- oder Beratungspflicht des Managements vorgesehen, sondern nur ein Recht, in Verwaltungsrat und Geschäftsleitung Einsitz zu nehmen. Die Behauptung der Prüfstelle, dass das Management als Gegenleistung sein Know-how und

seine Managementleistung zur Verfügung stelle, sei unsubstantiiert und durch keine einzige Vertragsstelle belegt. Die Arbeit des Managements für Quadrant sei bereits durch die bezahlten Löhne abgegolten. Würde das Management seine Arbeit für Quadrant und Aquamit einstellen, so würde es keinen einzigen Vorteil aus dem Rahmenvertrag verlieren. Die Annahme der Vorinstanz, den Finanzierungsleistungen durch Mitsubishi Plastics stünden noch weitere Gegenleistungen des Managements gegenüber, sei daher falsch. Letztlich bestehe die massgebliche Gegenleistung des Managements im indirekten Verkauf der Aktien und der Verschaffung der Kontrolle über Quadrant, indem das Management sicherstelle, dass sämtliche von Aquamit erworbenen Quadrant-Aktien auch mit Stimmrecht ins Aktienregister eingetragen würden.

Aquamit macht dagegen geltend, der Rahmenvertrag und der Joint Venture-Vertrag zwischen Mitsubishi Plastics und dem Management stellten ein komplexes Geflecht von Rechten und Pflichten dar, welche nicht isoliert, sondern nur als Gesamtheit zu betrachten seien. Das Joint Venture zwischen Mitsubishi Plastics und dem Management sei auf eine Dauer von 15 Jahren angelegt. Es widerspräche Sinn und Zweck eines derartigen Joint Ventures als einer Struktur, welche die Stärken der Partner in einer gemeinsamen Unternehmung zusammen führe, wenn alle Partner symmetrische Leistungen in die Gesellschaft einbringen müssten. So stelle der Erhalt des Know-hows und der Erfahrung des Managements für Mitsubishi Plastics einen erheblichen Wert dar, der zu berücksichtigen sei. Da das Management während der Dauer des Joint Ventures mit einer beträchtlichen finanziellen Beteiligung am Erfolg oder Misserfolg von Quadrant partizipiere, sei aus Sicht von Mitsubishi Plastics sichergestellt, dass das Know-how erhalten bleibe und das Management Quadrant nicht konkurrenzieren werde. Die Behauptung der Beschwerdeführerin, das Management könne nach Abschluss der Transaktion seine Arbeit für Quadrant unmittelbar einstellen, sei falsch, denn die Arbeitsverträge der Herren Müller, Schenk und Niggli könnten nur unter Einhaltung einer zwölfmonatigen Kündigungsfrist beendet werden.

**10.1** Die Prüfstelle führte in ihren Stellungnahmen in den vorinstanzlichen Verfahren aus, sie verstehe die Transaktion so, dass Mitsubishi Plastics diese ohne Mitwirkung des Managements nicht eingegangen wäre. Mitsubishi Plastics müsse ein grosses Interesse daran haben, die Geschäfte der Zielgesellschaft auch zu ihrem Nutzen weiterzu-

führen. Die Zielgesellschaft sei keine rein finanzielle Investition, sondern eine Beteiligung mit strategischem und operativem Hintergrund, welche aus Sicht von Mitsubishi Plastics nur durch das zur Verfügung gestellte Know-how des Managements ihren vollen Nutzen entfalten könne. Das Management seinerseits erhoffe sich aufgrund der Partnerschaft mit Mitsubishi Plastics entsprechende Vorteile für die Zielgesellschaft. Dafür habe das Management als Gegenleistung seine Anteile an der Zielgesellschaft in Aquamit eingebracht und stelle dieser ihr Know-how und ihre Managementleistung zur Verfügung. Dass dem Management-Team eine hohe Bedeutung zugemessen werde, komme in der Regelung im Joint Venture-Vertrag zum Ausdruck, wonach das Management langfristig an die Anbieterin gebunden werde. Wie hoch die Leistung des Managements zu bewerten sei, vermöge die Prüfstelle nicht zu beurteilen.

Auch die Vorinstanzen vertreten die Auffassung, das Joint Venture bestehe aus einem Komplex von Leistungen verschiedenster Art unter den Partnern, die nicht isoliert betrachtet werden dürften. Mitsubishi Plastics bringe die Finanzierung ein, während das Management für die operative Führung mit ihrem Wissen und ihrer Erfahrung zur Verfügung stehe.

**10.2** Zur weiteren Abklärung des Sachverhalts, insbesondere bezüglich des wirtschaftlichen Hintergrunds der Transaktion und den Absichten der Vertragsparteien, beantragt Aquamit die Einvernahme der Mitglieder des Managements sowie des damaligen Verhandlungsführers von Mitsubishi Plastics als Zeugen. Auch zu diesen Beweis-anträgen gilt das bereits Gesagte: Aufgrund der offensichtlichen Interessenlage kommen diese Personen nicht als Zeugen in Betracht, weshalb in antizipierter Beweiswürdigung auf ihre Einvernahme zu verzichten ist (vgl. E. 8.1).

**10.3** Die massgeblichen Verträge, insbesondere der Rahmenvertrag und der Joint-Venture-Vertrag zwischen Mitsubishi Plastics und dem Management, enthalten unbestrittenermassen keine Verpflichtung des Managements, ihr Wissen und ihre Erfahrung in einer konkreten Form und während einer bestimmten Zeitdauer für die operative Führung von Aquamit oder Quadrant zur Verfügung zu stellen.

Die Frage einer persönlichen Tätigkeit im Rahmen von Aquamit oder Quadrant ist lediglich in wenigen Vertragspassagen thematisiert:



**10.3.1** In Ziff. 2.d des Rahmenvertrags ist vorgesehen, dass Dr. Niggli und Dr. Schenk die ersten beiden Managing Directors von Aquamit sein sollen. Diese Regelung betrifft indessen lediglich eine kurze Zeit unmittelbar bei bzw. nach der Gründung von Aquamit. In der Folge wird die Geschäftsleitung genau zur Hälfte durch das Management bzw. durch Mitsubishi Plastics bestellt (vgl. Joint Venture Vertrag, Ziff. 3.5). Hinzu kommt, dass Aquamit im Gegensatz zu Quadrant eine reine Holdinggesellschaft ist, die keine operative Tätigkeit ausübt (vgl. Joint Venture Vertrag, Ziff. 3.2.1). Eine vertragliche Vereinbarung, dass das Management für die operative Führung von Aquamit zur Verfügung stehe, kann dieser Passage daher nicht entnommen werden.

**10.3.2** In Bezug auf die Besetzung der Geschäftsleitung von Quadrant enthält der Joint-Venture-Vertrag den folgenden Passus:

"The board will appoint and dismiss members of the executive management of the Subsidiaries (...) based on the merits and personal profiles. Notwithstanding the foregoing, it is the understanding of the Parties that Dr. Müller and Dr. Schenk, who are currently the joint CEOs of Quadrant, shall remain in their positions at Quadrant as long as each of them owns at least 5 % of the Shares of the Company, and provided that they have the capabilities and capacities to exercise such functions as exercised in the past in order to fully safeguard the interests of Quadrant and the Group. (Ziff. 3.6.1.)"

Der Kontext dieser Passage ist die Bestellung der Geschäftsleitung und die Entsendung von Vertretern von Mitsubishi Plastics in Quadrant oder andere Tochtergesellschaften. Dr. Müller und Dr. Schenk werden damit nicht verbindlich verpflichtet, als Geschäftsführer von Quadrant tätig zu sein, sondern dem Management wird das Recht eingeräumt, dass seine beiden Vertreter weiterhin in dieser Position verbleiben dürfen. Irgendwelche Konsequenzen für den Fall, dass einer oder beide dieser Herren ihre Geschäftsführertätigkeit früher als geplant aufgeben sollte, beispielsweise aus gesundheitlichen Gründen oder wegen anderweitiger Beanspruchung, sind nicht vorgesehen. Dieser Passus kann daher nicht als vertragliche Verpflichtung des Managements, für die operative Führung von Quadrant zu Verfügung zu stehen, gedeutet werden.

**10.4** Konkret im Joint Venture-Vertrag geregelt ist indessen die bereits erwähnte "Lock-up-Period" von fünf Jahren für beide Parteien. Diese Regelung führt im Ergebnis dazu, dass das Management während fünf Jahren an das Joint-Venture gebunden ist. Diese Bestimmung stellt somit sicher, dass die Mitglieder des Managements aus eigenem

Interesse an der Wertentwicklung ihrer Aktien während dieser Zeit ihr Know-how in das Joint Venture einbringen werden.

Auch wenn keine konkrete vertragliche Verpflichtung der Mitglieder des Managements vorliegt, ihr Know-how und ihre Erfahrung in einer konkreten Form und während einer bestimmten Zeitdauer für die operative Führung von Aquamit oder Quadrant zur Verfügung zu stellen, ist daher aufgrund dieser "Lock-up-Period" davon auszugehen, dass die Herren Müller, Schenk und Niggli auf absehbare Zeit weiter als Geschäftsführer bzw. Verwaltungsrat von Quadrant tätig sein werden.

**10.5** Die Beschwerdeführerin weist indessen zu Recht darauf hin, dass die eigentlichen Tätigkeiten der Herren Müller, Schenk und Niggli in der Geschäftsleitung bzw. im Verwaltungsrat von Quadrant bereits durch entsprechende, von Quadrant bezahlte Saläre bzw. Tantiemen entlohnt werden. Eine allfällige Nebenleistung des Managements, welche den Finanzierungsleistungen von Mitsubishi Plastics gegenüber gestellt werden könnte, kann somit nicht in dieser Managementleistung an sich, sondern lediglich im Umstand gesehen werden, dass die Managementleistung während der "Lock-up-Period" weiterhin von den Herren Müller, Schenk und Niggli, und nicht von einer neuen Führungsequipe erbracht wird.

Auch diese Leistung hat indessen durchaus einen Wert. Zwar ist anzunehmen, dass die drei Mitglieder des Managements bereits aus ihrem eigenen Interesse als Aktionäre von Aquamit daran interessiert sind, als Geschäftsführer oder Verwaltungsrat weiterhin ihr Know-how in Quadrant einzubringen. Aus ihrer Perspektive erbringen sie somit keine zusätzliche Leistung zu Gunsten von Mitsubishi Plastics. Massgeblich ist jedoch auch in Bezug auf diese Leistung nicht die Bewertung aus der Perspektive des Leistungserbringers, sondern der objektive Wert, d.h. der Wert der Leistung aus der generalisierten Perspektive von Mitsubishi Plastics oder einem (hypothetischen) anderen Übernehmer von Quadrant, dem das landes-, branchen- oder unternehmenstypische Know-how im Übernahmzeitpunkt noch abgeht. Auch ein anderer Übernehmer in dieser Situation könnte ein Interesse an der Beibehaltung des bisherigen Managements einer Zielgesellschaft haben. Dieses Interesse ist auch bewertbar und als Nebenleistung des Managements anzurechnen.

Ob die Prüfstelle und die Vorinstanzen diesbezüglich von zutreffenden Sachverhaltsannahmen ausgegangen sind, ist angesichts der in diesem Punkt dürftigen Begründung nicht klar. Zumindest sind die diesbezüglichen Ausführungen zu knapp, um den Anforderungen an eine transparente und nachvollziehbare Beurteilung zu genügen.

**10.6** Zutreffend ist an sich, wie die Beschwerdeführerin ausführt, dass eine entsprechende Tätigkeit als Geschäftsführer oder Verwaltungsrat nur von den Herren Müller, Schenk und Niggli, nicht aber von Herrn Gruebler erbracht wird, während die Finanzierung durch Mitsubishi Plastics allen Mitgliedern des Managements proportional zu ihrem Anteil zugute kommt.

Es könnte sich insofern durchaus die Frage stellen, ob nicht in Bezug auf den indirekten Erwerb der Quadrant-Aktien von Herrn Gruebler ein vorausgegangener Erwerb vorliegt, bei dem den Finanzierungsleistungen von Mitsubishi Plastics überhaupt kein Know-how-Erhalt als Nebenleistung gegenüber steht. Für den Mindestpreis massgebend ist nur der höchste derartige Preis; der indirekte Erwerb von den übrigen Mitgliedern des Managements müsste dann nicht mehr geprüft werden.

Eine derartige Betrachtungsweise wird indessen dem Sachverhalt nicht wirklich gerecht. Mitsubishi Plastics hat zwar den einzelnen Mitgliedern des Managements je individuell die Hälfte ihrer Aquamit-Aktien abgekauft. Der Rahmenvertrag und das Joint-Venture sind indessen Vertragswerke, in denen die Mitglieder des Managements als geschlossene Gruppe auftreten. Dieses geschlossene Auftreten gegenüber Mitsubishi Plastics wurde denn auch im Shareholder Agreement verbindlich vorgesehen. Dass die weitere Tätigkeit als Geschäftsführer oder Verwaltungsrat nur die Herren Müller, Schenk und Niggli betrifft, nicht aber Herrn Gruebler, ist somit eine Frage der internen Verteilung dieser indirekten Vertragspflicht innerhalb des Managements und kann Mitsubishi Plastics nicht vorgehalten werden.

Der vorausgegangene indirekte Erwerb der Quadrant-Aktien von Herrn Gruebler darf somit nicht isoliert vom Erwerb von den übrigen Mitgliedern des Managements betrachtet werden.

**10.7** Insgesamt ergibt sich somit, dass die Rüge der Beschwerdeführerin, die Prüfstelle und die Vorinstanzen seien zu Unrecht davon ausgegangen, den Finanzierungsleistungen durch Mitsubishi Plastics

stunden ausser der Übertragung der Aktien und der Verschaffung der Kontrolle über Quadrant noch weitere Gegenleistungen des Managements gegenüber, sich als nicht begründet erweist. Die Ausführungen der Prüfstelle zur Feststellung und Bewertung dieser Gegenleistungen sind indessen derart knapp, dass daraus nicht entnommen werden kann, von welchen Sachverhaltsannahmen und Überlegungen sie ausgeht und zu welcher Bewertung sie gelangt. Mangels konkreter Anhaltspunkte in ihrer Begründung ist auch völlig offen, ob die Anbieterin oder die Prüfstelle überhaupt eine eigentliche quantitative Bewertung dieser Nebenleistungen vorgenommen haben.

Den Vorinstanzen kann daher nicht gefolgt werden, wenn sie die Beurteilung der Prüfstelle, es liege eine mit den Finanzierungsleistungen von Mitsubishi Plastics gleichwertige Nebenleistung des Managements vor, weil die Mitglieder des Managements dem Joint Venture ihr Know-how und ihre Managementleistung zur Verfügung stellten, als transparent, nachvollziehbar und plausibel erachten.

## **11.**

Aquamit weist in ihren Rechtsschriften auf weitere, von der Prüfstelle nicht ausdrücklich berücksichtigte Leistungen hin, welche als Gegenleistungen des Managements der Finanzierung von Mitsubishi Plastics gegenüber stünden. So macht Aquamit geltend, eine weitere wesentliche Gegenleistung des Managements liege darin, dass dessen Mitglieder verschiedene Gewährleistungen und Garantien abgegeben hätten. Auch hätten sich die Herren Müller, Schenk und Niggli im Rahmenvertrag verpflichtet, gegenüber Quadrant auf die in ihrem Arbeitsvertrag vorgesehene Entschädigungszahlung im Fall eines späteren Kontrollwechsels zu verzichten. Diese Verpflichtungen seien ebenfalls als Nebenleistungen zu berücksichtigen.

**11.1** Gewährleistungen und Garantien dürfen grundsätzlich als Nebenleistungen berücksichtigt werden (vgl. Botschaft zum BEHG, BBl 1993 I 1418; HOFSTETTER/HEUBERGER, a.a.O., N 112 zu Art. 32). Ob die Prüfstelle diese Gewährleistungen und Garantien als nicht wesentlich eingestuft hat oder warum sie sie bei der Beurteilung der sich gegenüber stehenden Leistungen und Gegenleistungen nicht berücksichtigt hat, geht aus ihrer Stellungnahme nicht hervor.

**11.2** Wie es sich mit dem geltend gemachten Verzicht auf eine Entschädigung bei einem Kontrollwechsel (vgl. Rahmenvertrag, Ziff. 5) verhält, wurde von der Prüfstelle ebenfalls nicht thematisiert. Die ent-

sprechenden Arbeitsverträge sind nicht aktenkundig, und auch auslegungsmässig ist nicht restlos klar, ob sich dieser Verzicht tatsächlich auf einen späteren Kontrollwechsel und nicht vielmehr auf den Kontrollwechsel in Folge der hier in Frage stehenden Übernahme bezieht.

**11.3** Auch bezüglich dieser Punkte erscheinen die Sachverhaltsabklärungen und die Beurteilung durch die Prüfstelle als unvollständig.

## **12.**

Die Beschwerdeführerin macht weiter geltend, das Angebot der Quadrant zum Rückkauf der Verwaltungsoptionen von zwei weiteren Mitgliedern des Verwaltungsrates (Luigi Borla und Marco Forster) sei als Teil des öffentlichen Kaufangebotes zu berücksichtigen und hätte im Sinne der Gleichbehandlung der Publikumsaktionäre zu einer Erhöhung des Angebotspreises führen müssen. Diese Rücknahme der Optionen der unabhängigen Verwaltungsräte verstosse gegen das Gleichbehandlungsgebot und verletze die Best Price Rule. Der Quadrant Board Stock Option Plan (Optionsplan) sei daher zu Unrecht nicht berücksichtigt worden.

Quadrant wendet dagegen ein, die im Optionsplan enthaltenen alternativen Rechte im Falle eines verbindlichen Übernahmeangebots seien von Quadrant durch Beschluss vom 10. Januar 2008 im Rahmen des allgemeinen Verwaltungsoptionsprogramms eingeräumt worden. In analoger Anwendung der Art. 36 Abs. 3 Bst. a und b UEV könnten die losgelöst von einem öffentlichen Kaufangebot bestehenden Rechte aus Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen für die Zwecke der übernahmerechtlichen Preisregeln nicht relevant sein. Die Regelung im Optionsplan sei eingeführt worden, um den Verwaltungsratsmitgliedern einen angemessenen Ausstieg für den Fall zu ermöglichen, dass es zu einer (feindlichen oder freundlichen) Übernahme durch eine Drittpartei komme. Selbst wenn eine Rückabwicklung der fraglichen Optionen erfolgen sollte – was bisher nicht geschehen sei – würde eine solche Rückabwicklung die Best Price Rule nicht verletzen, da die Rückabwicklung den Erwerbstatbestand von Art. 10 UEV nicht erfülle und nicht im Hinblick auf das Übernahmeangebot der Aquamit vereinbart worden sei. Für die Zwecke der Einhaltung der Preisregeln relevant sei der Zeitpunkt der Vereinbarung der Rückabwicklung und nicht die Veröffentlichung des Angebots oder der Vollzug der Rückabwicklung. Die Herren Forster und Borla seien in Bezug auf die VR-

Optionen nicht "Empfänger" des Übernahmeangebots der Aquamit im Sinne von Art. 10 UEV, vielmehr handle es um die vertraglich im Zeitpunkt des Erwerbs vereinbarte Rückabwicklung von marktmässig erworbenen Verwaltungsratsoptionen. Eine Transaktion in Aktien oder Finanzinstrumenten setze, um als für die Best Price Rule relevanter "Erwerb" qualifiziert zu werden, kumulativ einen aktiven Willensentscheid des Anbieters (oder einer mit dem Anbieter in gemeinsamer Absprache handelnden Person mit Anbieterqualität) sowie einen unmittelbaren Zusammenhang des Willensentscheids mit einem konkreten Angebot voraus. Diese Voraussetzungen seien in Bezug auf die auf dem Optionsplan beruhende Rückabwicklung nicht erfüllt, da diese weder einen Willensentscheid der Quadrant nötig mache, weil allein die Ausübungserklärung der beiden unabhängigen Mitglieder des Verwaltungsrats erforderlich sei, und es zudem im Zeitraum der Einräumung offen gewesen sei, ob es je zu einer Rückabwicklung kommen würde. Überdies sei der Optionsplan weder im Hinblick auf das Übernahmeangebot erlassen worden, noch sei der Erwerb der Optionen im Hinblick auf das Übernahmeangebot der Aquamit erfolgt. Es liege demnach keine gekoppelte Gesamttransaktion im Sinne der Praxis der Erstinstanz vor. Deshalb falle ein Vollzug der Rückabwicklung nicht in den (zeitlichen) Anwendungsbereich der Best Price Rule. Massgebend sei der Vertragsabschluss und nicht der Vollzug. Zudem sei der Erwerb der Verwaltungsratsoptionen durch die Herren Forster und Borla bereits am 10. Januar 2008 erfolgt, d.h. mehr als 12 Monate vor der Publikation der Voranmeldung. Die Mindestpreisregel finde folglich ebenfalls keine Anwendung. Im Weiteren sei das im Optionsplan vorgesehene Recht zur Rückabwicklung im Falle eines öffentlichen Kaufangebots bisher nicht ausgeübt worden, d.h. es fehle an der für die Best Price Rule relevanten Handlung.

**12.1** Der Gleichbehandlungsgrundsatz gilt für alle Kategorien von Beteiligungspapieren und für alle Finanzinstrumente, auf die sich das Angebot bezieht. Das Angebot muss sich auf alle Kategorien von kotierten Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft erstrecken. Erstreckt sich das Angebot zudem auf nicht kotierte Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft oder auf Finanzinstrumente, so gilt der Gleichbehandlungsgrundsatz auch für diese. Der Anbieter achtet darauf, dass ein angemessenes Verhältnis zwischen den für die verschiedenen Beteiligungspapiere und Finanzinstrumente angebotenen Preisen gewahrt bleibt (Art. 9 Abs. 1 ff. UEV). Erwirbt der Anbieter von der Veröffentlichung des Angebots bis sechs Monate nach Ablauf der

Nachfrist Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis, so muss er diesen Preis allen Empfängerinnen und Empfängern des Angebotes anbieten (Best Price Rule). Die Best Price Rule ist auch auf den Erwerb von Finanzinstrumenten und auf die Angebote, die sich auf solche beziehen, anwendbar (Art. 10 UEV).

Die Best Price Rule kann auch auf den Kauf von Optionen Anwendung finden, die nicht vom Angebot erfasst sind (vgl. Empfehlung der UEK vom 11. Januar 2006 i.S. Berna Biotech AG E. 1.3; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, a.a.O., Rz. 449; SCHENKER, a.a.O., S. 274).

Massgeblicher zeitlicher Anknüpfungspunkt für die Anwendung der Best Price Rule oder der Bestimmungen über den vorausgegangenen Erwerb ist nicht der Vollzugszeitpunkt, sondern der Vertragsschluss der Transaktion. Die Best Price Rule findet dementsprechend keine Anwendung auf Transaktionen, deren Verpflichtungsgeschäft vor der Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung stattfand. Derartige Transaktionen können allenfalls unter die Bestimmungen über den vorausgegangenen Erwerb fallen, sofern die dafür massgeblichen Voraussetzungen gegeben sind. Nach der Praxis der Übernahmekommission sind davon gekoppelte Gesamttransaktionen ausgenommen, d.h. Transaktionen, bei denen das Verpflichtungsgeschäft in die für den vorausgegangenen Erwerb massgebliche Zeit fällt, aber an die Bedingung geknüpft ist, dass das öffentliche Angebot zustande kommt. Derartige Transaktionen fallen nach dieser Praxis ebenfalls unter die Best Price Rule (vgl. Verfügung der Erstinstanz vom 16. Juni 2009 im vorliegenden Fall, E. 2 mit zahlreichen Hinweisen; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, a.a.O., Rz.149; LINDER, a.a.O., S. 124 f.).

Der Anbieter muss sich dabei die Angebote und Transaktionen der Personen, die mit ihm in gemeinsamer Absprache handeln, wie seine eigenen anrechnen lassen. In Bezug auf die Zielgesellschaft gilt dies jedoch nur für Angebote und Transaktionen, welche die Zielgesellschaft nach Abschluss der Transaktionsvereinbarung mit dem Anbieter getätigt hat (vgl. E. 4.3 hievor).

**12.2** In sachverhaltlicher Hinsicht ist unbestritten, dass die unabhängigen Verwaltungsräte Dr. Luigi Borla und Marco Forster die in Frage stehenden 1'700 bzw. 3'300 Optionen am 10. Januar 2008 gestützt auf den Quadrant Board Stock Option Plan vom 10. Januar 2008 (Optionsplan) erworben haben.

Dieser Optionsplan sah unter anderem vor, dass, falls eine Drittpartei den Publikumsaktionären der Quadrant AG ein Übernahmeangebot unterbreiten würde, jeder im Verwaltungsrat vertretene Optionsinhaber bezüglich der unter diesem Optionsplan ausgegebenen Optionen das Recht hatte, innerhalb von 30 Tagen seit Eintritt des Ereignisses zu verlangen, dass der seinerzeitige Optionenbezug rückabgewickelt werde. Die Rückgabe der Optionen an die Gesellschaft hatte unter gleichzeitiger Rückerstattung des bezahlten Optionspreises plus einer Verzinsung zum Zinssatz, welcher der seinerzeitigen Optionsbewertung zugrunde lag, plus ein Prozentpunkt, zu erfolgen. Der Optionsinhaber hatte auch die Möglichkeit, seine Optionen auszuüben. In diesem Fall wäre eine allfällige Ausübungssperrfrist entschädigungslos weggefallen. Der Ausübende hatte auch das Recht, entschädigungslos eine Anpassung des Ausübungspreises auf den tiefsten Tagesschlusskurs zu verlangen, der für die der Option zugrunde liegende Aktie in den letzten 30 Börsenhandelstagen vor dem Ereignis bezahlt worden war (Reglement zum Quadrant Board Stock Option Plan, Punkt 2. Bezugsberechtigung und Ereignisse während der Laufzeit der Optionen).

**12.3** Der Auffassung der Beschwerdeführerin, Quadrant habe den unabhängigen Verwaltungsräten Borla und Forster im für die Best Price Rule massgebenden Zeitraum ein Angebot gemacht, die in Frage stehenden 1'700 bzw. 3'300 Optionen zurückzukaufen, kann unter diesen Umständen nicht gefolgt werden. Wie Quadrant zutreffend ausführt, handelt es sich um eine Transaktion, bei der das massgebliche Verpflichtungsgeschäft bzw. ein allfälliges Angebot durch Quadrant zeitlich auf den 10. Januar 2008 zu datieren ist. Zwar hatten die Verwaltungsräte Borla und Forster offenbar im Zeitpunkt der Beschwerdeantworten von ihrem Recht zur Rückabwicklung der Optionen noch keinen Gebrauch gemacht, und es ist aufgrund der Akten nicht erstellt, ob sie dies überhaupt fristgerecht getan haben. Massgeblich für die Frage, ob die Best Price Rule oder die Bestimmungen über den vorausgegangenen Erwerb zur Anwendung kommen, kann indessen lediglich derjenige Teil des Verpflichtungsgeschäfts sein, der die Verpflichtung der Anbieterin oder einer mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Person zum Gegenstand hat. Im vorliegenden Fall ist dies der Optionsplan, denn darin ist die Preisberechnung für den Fall einer allfälligen Rückabwicklung abschliessend geregelt. Dass die Rückabwicklung unter der Bedingung



stand, dass ein öffentliches Angebot gemacht würde, ändert daran nichts.

Das Datum dieses Verpflichtungsgeschäfts liegt somit nicht nur vor dem Beginn des für die Best Price Rule massgeblichen Zeitraums, sondern auch vor der für den vorausgegangenen Erwerb relevanten zeitlichen Phase (vgl. E. 12.1).

Insofern erübrigen sich weitere Überlegungen zu der Frage, ob eine gekoppelte Gesamttransaktion vorliegt oder nicht.

**12.4** Die Rüge der Beschwerdeführerin, die Vorinstanzen hätten das Recht der unabhängigen Verwaltungsräte auf Rückabwicklung ihrer Optionen bei der Berechnung des Mindestpreises zu Unrecht nicht berücksichtigt, erweist sich daher als unbegründet.

### **13.**

Insgesamt erweist sich die Beschwerde somit teilweise als begründet. Der Auffassung der Vorinstanzen, die Beurteilung der Prüfstelle sei transparent, nachvollziehbar und plausibel, kann in verschiedenen Punkten nicht gefolgt werden. Die Prüfstelle ist bei ihrer Beurteilung, dass die vertraglichen Leistungen des Managements einerseits und Mitsubishi Plastics andererseits ausgewogen seien, in mehreren Punkten zuungunsten der Minderheitsaktionäre von einem unzutreffenden Sachverhalt, unrichtigen rechtlichen Prämissen oder nicht plausiblen bzw. nicht nachvollziehbaren Überlegungen ausgegangen. In Bezug auf die behaupteten wesentlichen Nebenleistungen des Managements fehlen sowohl eine nachvollziehbare Sachverhaltsfeststellung als auch eine eigentliche Bewertung.

Die Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht ist grundsätzlich reformatorisch ausgestaltet, d.h. das Gericht entscheidet in der Regel bei mindestens teilweiser Gutheissung der Begehren in der Sache selbst. Nur ausnahmsweise kassiert es die angefochtene Verfügung und weist die Sache mit verbindlichen Weisungen zu neuem Entscheid an die Vorinstanz zurück (vgl. Art. 61 Abs. 1 VwVG). Eine Rückweisung ist indessen insbesondere dann angebracht, wenn die Vorinstanz bei ihrem Entscheid aufgrund der von ihr eingenommenen Rechtsauffassung einzelne entscheidrelevante Gesichtspunkte nicht geprüft hat, bei deren Beurteilung sie einen Ermessensspielraum gehabt hätte (vgl. PHILIPPE WEISSENBERGER, in: Praxiskommentar VwVG, Waldmann/Weissenberger [Hrsg.], Zürich 2009, Art. 61 N 15 ff.). Die

gleichen Überlegungen müssen auch gelten, wenn eine Vorinstanz Fragen nicht entschieden hat, bezüglich derer ihr ein Beurteilungsspielraum zukommt, den die Rechtsmittelinstanz aufgrund der grösseren Fachkenntnis der betreffenden Vorinstanz zu respektieren hat.

Im vorliegenden Fall steht der Prüfstelle bzw. der Übernahme-kommission ein derartiger erheblicher Beurteilungsspielraum zu, den sie bisher nicht bzw. von unrichtigen rechtlichen Prämissen ausgehend genutzt hat. Bei der Bewertung der sich gegenüber stehenden Leistungen, Nebenleistungen und Gegenleistungen hätte sogar ein eigentlicher Ermessensspielraum bestanden. Es kann daher nicht Aufgabe des Bundesverwaltungsgerichts sein, in dieser Situation den Sachverhalt selbst vollständig festzustellen, die erforderliche Bewertung der sich gegenüber stehenden Leistungen durch neutrale Gutachter vornehmen zu lassen und in der Folge selbst darüber zu entscheiden, ob der von Aquamit angebotene Preis den gesetzlichen Vorgaben entspricht oder nicht bzw. auf welchen Betrag der Angebotspreis gegebenenfalls erhöht werden müsste. Die Sache ist vielmehr an die Erstinstanz zurückzuweisen, damit diese unter Berücksichtigung der in diesem Urteil beanstandeten (vgl. E. 7, 8 und 10) sowie der noch offenen Punkte (vgl. E. 11) den angebotenen Preis erneut auf seine Angemessenheit überprüfe bzw. überprüfen lasse. Der Erstinstanz ist dabei der Entscheid überlassen, ob sie unter den gegebenen Umständen von der Anbieterin verlangen will, mit der entsprechenden ergänzenden Beurteilung eine andere, mit der Sache bisher nicht befasste Prüfstelle zu beauftragen, oder ob die bisherige Prüfstelle ihre Beurteilung ergänzen soll. Der Anbieterin wird zu dieser Frage das rechtliche Gehör zu gewähren sein.

Die Beschwerde ist daher teilweise gutzuheissen, soweit darauf eingetreten wird.

#### **14.**

Die Verfahrenskosten sind in der Regel von der unterliegenden Partei zu tragen bzw. im Verhältnis des jeweiligen Unterliegens den Parteien aufzuerlegen (Art. 63 Abs. 1 VwVG).

Angesichts des Ausgangs des vorliegenden Verfahrens kann dieses Verhältnis nicht beziffert werden. Die Beschwerdeführerin hat eine reformatorische Gutheissung im Betrag von CHF 246.44 pro Aktie beantragt; zu welchem Ergebnis die Kassation und Rückweisung letzt-

lich führen wird, ist naturgemäss zur Zeit noch völlig offen, weshalb diesbezügliche Schätzungen nicht als Vergleichsgrösse herangezogen und in Beziehung zum Streitwert gesetzt werden können. Berücksichtigt werden kann lediglich, dass die Beschwerdeführerin jedenfalls bezüglich der Fragen, ob sie zur Beschwerde legitimiert sei und ob die Finanzierung durch Mitsubishi Plastics als Zusatzleistung zu bewerten und anzurechnen sei, im Grundsatz obsiegt hat. Als teilweises Unterliegen zu werten ist andererseits, dass ihre Beweisangebote abgewiesen wurden und dass das Ergebnis in der Folge keine reformatorische Gutheissung, sondern nur eine Kassation ist. Vollständig unterlegen ist die Beschwerdeführerin ferner im betragsmässig untergeordneten Punkt der Anrechnung der Optionen des Managements sowie mit ihrem Eventualbegehren bezüglich der Anwendung der Best Price Rule. In Bezug auf die Kostenfrage ist die Beschwerdeführerin daher als zu ungefähr drei Fünfteln obsiegend zu betrachten. Die Beschwerdegegnerinnen haben sich beide mit eigenen Rechtsbegehren im Verfahren beteiligt, weshalb sie in dem Ausmass, in dem die Beschwerdeführerin obsiegt, unterliegen. Vorinstanzen werden keine Verfahrenskosten auferlegt, auch wenn sie unterliegen (Art. 63 Abs. 2 VwVG).

Die Spruchgebühr richtet sich nach Umfang und Streitwert der Streitsache, Art der Prozessführung und finanzieller Lage der Parteien. Sie beträgt bei einer Streitigkeit mit Vermögensinteresse CHF 100.– bis CHF 50'000.– (Art. 63 Abs. 4<sup>bis</sup> Bst. b VwVG und Art. 2 Abs. 1 des Reglements vom 21. Februar 2008 über die Kosten und Entschädigungen vor dem Bundesverwaltungsgericht [VGKE, SR 173.320.2]). Angesichts des Streitwerts von rund CHF 12 Mio. ist die Gerichtsgebühr auf CHF 50'000.– festzulegen.

Sie ist zu zwei Fünfteln der Beschwerdeführerin und zu je drei Zehnteln den Beschwerdegegnerinnen in solidarischer Haftbarkeit aufzuerlegen. Der Anteil der Beschwerdeführerin ist mit dem von ihr geleisteten Kostenvorschuss in der Höhe von CHF 50'000.– zu verrechnen.

#### **15.**

Die Beschwerdeinstanz kann der teilweise obsiegenden Partei von Amtes wegen oder auf Begehren eine Parteientschädigung für ihr erwachsene notwendige und verhältnismässig hohe Kosten zusprechen (Art. 64 Abs. 1 VwVG und Art. 7 Abs. 2 VGKE).

Entsprechend dem auf die Verfahrenskosten angewandten Verteilungsschlüssel hat die Beschwerdeführerin Anspruch auf Ersatz von drei Fünfteln und die beschwerdegegnerische Seite Anspruch auf zwei Fünftel der ersatzfähigen Parteikosten. Praxisgemäss werden die Parteikostenansprüche jeder Seite behandelt, als ob sie quantitativ gleichwertig wären, und verrechnet, so dass die Beschwerdegegnerinnen der Beschwerdeführerin im Ergebnis einen Fünftel von deren Parteikosten zu ersetzen haben.

Die Parteientschädigung umfasst die Kosten der Vertretung sowie allfällige weitere notwendige Auslagen der Partei (Art. 8 VGKE). Die Beschwerdeführerin war im Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht anwaltlich vertreten, hat indessen keine Kostennote eingereicht, weshalb die ihr zuzusprechende Parteientschädigung aufgrund der Akten festzusetzen ist (Art. 14 Abs. 2 Satz 2 VGKE). Zu berücksichtigen ist dabei, dass nur notwendige Kosten entschädigungsfähig sind. Angesichts des Streitwerts und der rechtlichen und sachverhaltlichen Schwierigkeiten des vorliegenden Falles war zwar ein erheblicher, aber nicht unbedingt der gesamte effektive Aufwand begründet. Der für Parteientschädigungen vor dem Bundesverwaltungsgericht anrechenbare Stundenansatz für Anwälte beträgt höchstens CHF 400.– zuzüglich Mehrwertsteuer. Die Parteigutachten der Beschwerdeführerin sind unter die zusätzlich zu entschädigenden Auslagen zu subsumieren, soweit sie als notwendig eingestuft werden können. Insgesamt sind somit Parteikosten von rund CHF 80'000.–, inklusive Mehrwertsteuer und Auslagen, als notwendig anzuerkennen. Angesichts des Verfahrensausgangs sind davon CHF 16'000.– den Beschwerdegegnerinnen aufzuerlegen.

**16.**

Die FINMA hat über die Kosten- und Entschädigungsfrage für das vorinstanzliche Beschwerdeverfahren entsprechend dem Ausgang des vorliegenden Verfahrens neu zu entscheiden.

**17.**

Dieser Entscheid kann nicht mit Beschwerde in öffentlich-rechtlichen Angelegenheiten an das Schweizerische Bundesgericht weitergezogen werden (Art. 82 i.V.m. Art. 83 Bst. u BGG); er ist somit endgültig.

**Demnach erkennt das Bundesverwaltungsgericht:****1.**

Die Beschwerde wird teilweise gutgeheissen, soweit darauf eingetreten wird.

Der Beschwerdeentscheid der FINMA vom 8. Juli 2009 sowie Dispositivziffer 1 der Verfügung der Übernahmekommission vom 29. Mai 2009 und Dispositivziffern 1 und 2 der Verfügung der Übernahmekommission vom 16. Juni 2009 werden aufgehoben, soweit die Beschwerdeführerin davon betroffen ist, und die Sache wird an die Übernahmekommission zurückgewiesen zum weiteren Vorgehen im Sinne der Erwägungen.

Im Kostenpunkt geht die Sache zurück an die Vorinstanz zur neuen Regelung der Kosten- und Entschädigungsfrage für das vorinstanzliche Beschwerdeverfahren.

**2.**

Die Verfahrenskosten von CHF 50'000.– werden der Beschwerdeführerin mit CHF 20'000.– und den Beschwerdegegnerinnen mit je CHF 15'000.– auferlegt. Der Anteil der Beschwerdeführerin wird mit dem geleisteten Kostenvorschuss von CHF 50'000.– verrechnet und der Beschwerdeführerin werden CHF 30'000.– zurückerstattet. Die Beschwerdegegnerinnen haben die ihnen auferlegten Anteile innert 30 Tagen zugunsten der Gerichtskasse zu überweisen.

**3.**

Die Beschwerdegegnerinnen haben die Beschwerdeführerin für das Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht mit je CHF 8'000.– zu entschädigen.

**4.**

Dieses Urteil geht an:

- die Beschwerdeführerin (vorab in elektronischer Form; Einschreiben; Beilage: Rückerstattungsformular; Akten retour [erfolgen mit sep. Post])
- die Beschwerdegegnerin 1 (vorab in elektronischer Form; Einschreiben; Beilage: Einzahlungsschein)
- die Beschwerdegegnerin 2 (vorab in elektronischer Form; Einschreiben; Beilage: Einzahlungsschein; Akten retour [erfolgen mit sep. Post])
- die Vorinstanz (vorab in elektronischer Form; Einschreiben; Akten retour [erfolgen mit sep. Post])
- die Erstinstanz (vorab in elektronischer Form; Einschreiben; Akten retour [erfolgen mit sep. Post])

Die vorsitzende Richterin:

Die Gerichtsschreiberin:

Eva Schneeberger

Beatrice Grubenmann

Versand: 2. Dezember 2010