

## VERFÜGUNG

### des Übernahmeausschusses der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA

Dr. Anne Héritier Lachat, Präsidentin, Prof. Jean-Baptiste Zufferey, Paul Albert Müller

vom 8. Juli 2009

in der Sache

#### **Sarasin Investmentfonds AG, Basel**

vertreten durch [...]

#### **Quadrant AG, Lenzburg**

vertreten durch [...]

#### **Aquamit B.V., Amsterdam, Niederlande**

vertreten durch [...]

#### **Übernahmekommission**

Selnaustrasse 30, 8021 Zürich

betreffend

die Verfügung 410/02 vom 16. Juni 2009 der Übernahmekommission i.S. öffentliches Kaufangebot der Aquamit B.V. für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Quadrant AG - Einspracheentscheid

## Sachverhalt

(1) Die Quadrant AG („Quadrant“ oder „Zielgesellschaft“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Lenzburg. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 27'502'560.- und ist in 2'750'256 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 10.- (Quadrant-Aktien) eingeteilt. Der Verwaltungsrat von Quadrant ist ermächtigt, bis zum 6. Mai 2011 das Aktienkapital durch Ausgabe von höchstens 1'375'128 vollständig zu liberierenden Quadrant-Aktien im Maximalbetrag von CHF 13'751'280.- zu erhöhen (genehmigtes Kapital). Das Aktienkapital von Quadrant erhöht sich ferner gegebenenfalls durch die Ausgabe von höchstens 676'213 vollständig zu liberierenden Quadrant-Aktien im Maximalbetrag von CHF 6'762'130.- durch Ausübung von Options- oder Wandelrechten, welche alleine oder in Verbindung mit Anleiensobligationen oder anderen Fremdfinanzierungen von Quadrant oder einer ihrer Tochtergesellschaften eingeräumt worden sind (bedingtes Kapital). Schliesslich erhöht sich das Aktienkapital von Quadrant gegebenenfalls durch die Ausgabe von höchstens 511'094 voll zu liberierenden Quadrant-Aktien im Maximalbetrag von CHF 5'110'940.- durch Ausübung von Options- und Wandelrechten, welche den Mitgliedern des Verwaltungsrates und des Managements von Quadrant oder einer ihrer Tochtergesellschaften eingeräumt worden sind (bedingtes Kapital). Die Quadrant-Aktien sind im Hauptsegment an der SIX Swiss Exchange („SIX“) kotiert.

(2) Die Aquamit B.V. („Aquamit“ oder „Anbieterin“) ist eine niederländische Gesellschaft mit beschränkter Haftung (besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid) mit Sitz in Amsterdam. Die Herren Adrian Niggli, Arno Schenk, René-Pierre Müller und Walter Grüebler, alle Verwaltungsratsmitglieder der Quadrant (nachfolgend das „Management“), haben die Aquamit am 1. Mai 2009 durch Sacheinlage von insgesamt 433'019 Quadrant-Aktien sowie 113'500 Quadrant-Verwaltungsratsoptionen im Hinblick auf das vorliegende Angebot gegründet. Aquamit besitzt ein Aktienkapital von EUR 2'598'114.-, welches in 2'598'114 Aktien mit einem Nennwert von je EUR 1.- eingeteilt ist. Aquamit bezweckt den Erwerb, das Halten und Leiten von Gesellschaften, die Finanzierung von Dritten sowie mit den vorgenannten Tätigkeiten zusammenhängende Aktivitäten. Aquamit wird zu je 50% von Mitsubishi Plastics Inc., Tokio, Japan („Mitsubishi Plastics“) und dem Management gehalten. Unmittelbar nach der Gründung hat das Management 50% der von ihnen gehaltenen Aquamit-Aktien an Mitsubishi Plastics übertragen. Letztere ist eine 100% Tochtergesellschaft der Mitsubishi Chemical Holdings Corporation, Tokio, Japan. Mitsubishi Plastics ist einer der weltweit führenden Hersteller und Vertreiber von Kunststoffprodukten mit Sitz in Tokio, Japan.

Die Beteiligungsverhältnisse an der Aquamit sind im Einzelnen wie folgt:

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%
Total	2'598'114	100.000%

(3) Der Kaufpreis des vom Management an die Mitsubishi Plastics verkauften 50% Anteils betrug CHF 25'710'822.75. Der Preis pro Quadrant-Aktie betrug CHF 114.50. Die Quadrant-Optionen wurden von der Bank Vontobel AG nach der Black-Scholes-Methode bewertet. Diese Bewertung wurde von der Deloitte AG, Zürich, („Deloitte“ oder „Prüfstelle“) überprüft. Dabei wurde ein Preis pro Quadrant-Aktie von CHF 107.50 in die Berechnung eingesetzt. Die Bewertung ergab einen Wert von CHF 16.22 je Quadrant-Option.

(4) Am 1. Mai 2009 schlossen Aquamit und Quadrant einen Transaktionsvertrag in Bezug auf das vorliegende öffentliche Kaufangebot (vgl. zum Inhalt Angebotsprospekt, Abschnitt E, Ziff. 3) ab.

(5) Gleichentags wurden überdies die folgenden Transaktionen vorgenommen:

- i. Mitsubishi Plastics verkaufte 48'000 nicht kotierte Nippon Polypenco Ltd.-Aktien (Nippon-Aktien) zu einem Kaufpreis von CHF 4'711'000.- an Aquamit. Nippon Polypenco Ltd. ist ein seit dem Jahr 2001 bestehendes Joint-Venture zwischen Mitsubishi Plastics (55%) und Quadrant (45%).
- ii. Aquamit erwarb 54'779 Quadrant-Aktien von Quadrant. Als Gegenleistung übertrug Aquamit die zuvor von Mitsubishi erworbenen 48'000 Nippon-Aktien auf Quadrant. Dadurch erhöhte sich die Beteiligung der Quadrant an Nippon von ursprünglich 45% neu auf 55%. Deloitte hat die Nippon-Aktien im Bewertungsbericht vom 27. Mai 2009 bewertet und dabei eine Bandbreite von CHF 64.- bis CHF 85.- pro Quadrant-Aktie ermittelt. Deloitte bestätigt, dass der Mindestpreis gemäss Art. 32 Abs. 4 des Bundesgesetzes vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG, SR 954.1) für die gesamte ermittelte Bewertungsbandbreite eingehalten ist.
- iii. Quadrant verkaufte 104'736 Quadrant-Aktien (entsprechend 3.8% des Aktienkapitals an Quadrant) an Aquamit zu einem Kaufpreis von insgesamt CHF 9'007'296.- (d.h. pro Quadrant-Aktie CHF 86.-).

Zu diesen und weiteren im Vorfeld des vorliegenden Angebots abgeschlossenen Verträgen und deren Inhalt vgl. den Angebotsprospekt, Abschnitt E, Ziff. 3.

(6) Am 3. Mai 2009 schloss Aquamit mit Swiss Small Cap Invest AG, Corisol Holding AG und KWE Beteiligungen AG je einen Vertrag über den Erwerb von insgesamt 306'052 Quadrant-Aktien, entsprechend rund 11.13% des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals, zu einem Preis von CHF

104.50 pro Quadrant-Aktie ab. Der Vollzug dieser Verträge unterliegt einzig der Bedingung der Genehmigung bzw. Freistellung von den Wettbewerbsbehörden.

(7) Am 4. Mai 2009 kündigte Aquamit in den elektronischen Medien an, dass sie ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Quadrant unterbreiten werde (Voranmeldung). Zu diesem Zeitpunkt hielt Aquamit eine Beteiligung von 21.54% des im Handelsregister eingetragenen Aktienkapitals an Quadrant sowie Optionen, die zum Bezug von 113'500 Quadrant-Aktien (entsprechend 4.13% des Aktienkapitals an Quadrant) berechtigen. Am 6. Mai 2009 erfolgte die Publikation der Voranmeldung in den Printmedien.

(8) Der Angebotspreis beträgt CHF 86.- netto je Quadrant-Aktie. Nach Ablauf der Karenzfrist von 10 Börsentagen ist das Kaufangebot vom 17. Juni 2009 bis 14. Juli 2009, 16:00 Uhr offen. Aquamit behält sich vor, die Angebotsfrist ein- oder mehrmals zu verlängern. Das Angebot steht unter folgenden Bedingungen:

- „(a) *Bis zum Ablauf der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist wurden Aquamit Quadrant-Aktien gültig angedient, die, unter Einbezug der Quadrant-Aktien, welche Aquamit zu diesem Zeitpunkt bereits halten wird, mindestens 66 2/3% aller am Ende der Angebotsfrist ausgegebenen Quadrant-Aktien entsprechen.*
  
- (b) *Soweit erforderlich, haben die zuständigen Wettbewerbsbehörden die Übernahme von Quadrant durch Aquamit genehmigt oder eine Freistellungsbescheinigung erteilt bzw. sind alle diesbezüglichen Wartefristen abgelaufen oder wurden beendet, ohne dass Aquamit, Mitsubishi Plastics oder einer mit Mitsubishi Plastics verbundenen Gesellschaft oder Quadrant Verpflichtungen auferlegt wurden oder die Genehmigung bzw. Freistellung an Bedingungen oder Auflagen geknüpft wurde, welche, für sich allein oder zusammen mit anderen Umständen oder Ereignissen, nach Auffassung einer unabhängigen, von Aquamit beauftragten und international renommierten Revisionsgesellschaft oder Investmentbank geeignet sind, auf Mitsubishi Plastics, Quadrant oder Aquamit einschliesslich ihrer jeweiligen direkten und indirekten Konzerngesellschaften eine der folgenden Auswirkungen zu haben:*
  - (i) *eine Reduktion des jährlichen konsolidierten Umsatzes in Höhe bzw. im Gegenwert von CHF 37 Mio. (entsprechend rund 5% des konsolidierten Umsatzes von Quadrant per 31. Dezember 2008) oder mehr;*
  
  - (ii) *einen Rückgang des jährlichen konsolidierten Reingewinns vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen („EBITDA“) in Höhe bzw. im Gegenwert von CHF 7 Mio. (entsprechend rund 10% des konsolidierten EBITDA von Quadrant per 31. Dezember 2008) oder mehr; oder*

- (iii) eine Reduktion des konsolidierten Eigenkapitals in Höhe bzw. im Gegenwert von CHF 27 Mio. (entsprechend 10% des Eigenkapitals von Quadrant per 31. Dezember 2008) oder mehr.
- (c) Die Generalversammlung von Quadrant hat keine Kapitalherabsetzung und keinen Erwerb, keine Spaltung oder sonstige Veräusserung von Betriebsteilen, jeweils mit einem Wert oder zu einem Preis von CHF 64 Mio. (entsprechend rund 10% der konsolidierten Bilanzsumme von Quadrant per 31. Dezember 2008) oder mehr, und keine Fusion oder ordentliche, genehmigte oder bedingte Kapitalerhöhung von Quadrant beschlossen oder genehmigt.
- (d) Mit Ausnahme jener Verpflichtungen, welche vor der Voranmeldung öffentlich bekannt gegeben wurden, hat sich Quadrant einschliesslich ihrer direkten und indirekten Tochtergesellschaften seit dem 31. Dezember 2008 nicht verpflichtet, im Umfang von CHF 64 Mio. (entsprechend rund 10% der konsolidierten Bilanzsumme von Quadrant per 31. Dezember 2008) oder mehr Vermögenswerte zu erwerben oder zu veräussern.
- (e) kein Urteil, keine Verfügung und keine andere behördliche Anordnung wird erlassen, welche dieses Kaufangebot oder dessen Durchführung verbietet oder für unzulässig erklärt.

Aquamit behält sich vor, auf den Eintritt einzelner oder mehrerer Bedingungen ganz oder teilweise zu verzichten.

Das Kaufangebot wird als nicht zustande gekommen erklärt, falls die Bedingung (a) bis zum Ablauf der allenfalls verlängerten Angebotsfrist oder der Veröffentlichung des definitiven Zwischenergebnisses des Kaufangebots in der Presse nicht erfüllt ist und auf deren Erfüllung nicht verzichtet wurde. Für den Fall, dass die Bedingungen (b), (c), (d) und (e) bis zum Vollzugstag gemäss Ziffer J.4 (Auszahlung des Angebotspreises; Vollzugstag) nicht erfüllt sind bzw. auf deren Erfüllung nicht verzichtet wurde, ist Aquamit berechtigt das Angebot zu widerrufen. Falls die Bedingungen (b) bis zum Vollzugstag gemäss Ziffer J.4 (Auszahlung des Angebotspreises; Vollzugstag) nicht erfüllt ist, ist Aquamit berechtigt, den Vollzug des Kaufangebots um höchstens 4 Monate seit Ablauf der Nachfrist aufzuschieben. Während diesem Aufschub des Vollzugs steht das Angebot unter den Bedingungen (c), (d) und (e). Sofern die UEK nicht eine weitere Verschiebung des Vollzugs des Kaufangebots genehmigt, wird Aquamit das Kaufangebot widerrufen, falls die Bedingungen innerhalb dieser 4-Monatsfrist nicht erfüllt sind und auf deren Erfüllung nicht verzichtet wurde.“

- (9) Mit Eingabe vom 14. Mai 2009 beantragte Sarasin Investmentfonds AG („Sarasin Investmentfonds“ oder „Beschwerdeführerin“) bei der Übernahmekommission („UEK“) sofortige Parteistellung und Akteneinsicht. Mit verfahrensleitender Verfügung vom 18. Mai 2009 wurde dieses Gesuch teilwei-

se abgewiesen. Der Beschwerdeführerin wurde die Parteistellung auf den Zeitpunkt der Publikation des Angebotsprospekts hin eingeräumt.

(10) Am 19. Mai 2008 publizierte Aquamit eine Pressemitteilung, worin sie mitteilte, dass das vorangekündigte öffentliche Kaufangebot der Aquamit am 2. Juni 2009 publiziert werde.

(11) Mit Verfügung 410/01 vom 29. Mai 2009 stellte die UEK fest, dass das öffentliche Kaufangebot der Aquamit an die Aktionäre der Quadrant den gesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote entspricht. Die Verfügung wurde am Tag der Veröffentlichung des Angebotsprospekts (2. Juni 2009) auf der Website der UEK veröffentlicht. Der Angebotspreis beträgt CHF 86.- pro Quadrant-Aktie. Dies entspricht einer Prämie von rund 57.8% gegenüber dem volumengewichteten Durchschnittskurs der Quadrant-Aktie (CHF 54.50) der letzten 60 Börsentage vor der Publikation der Voranmeldung vom 4. Mai 2009. Der Angebotspreis von CHF 86.- liegt 24.9% unter dem von der Anbieterin in den letzten zwölf Monaten bezahlten Preis von CHF 114.50 pro Quadrant-Aktie, welcher im Zusammenhang mit der Übertragung der Aquamit-Aktien an Mitsubishi Plastics, indirekt bezahlt wurde. In der von der Zielgesellschaft in Auftrag gegebenen Fairness Opinion ermittelte Pricewaterhouse-Coopers AG („PWC“) eine Bandbreite von CHF 80.- bis CHF 95.- pro Quadrant-Aktie und erachtete den Angebotspreis von CHF 86.- für angemessen.

(12) Mit verfahrensleitender Verfügung vom 3. Juni 2009 gewährte die UEK der Sarasin Investmentfonds Akteneinsicht unter der Auflage, die im Rahmen der Einsicht erlangten, nicht öffentlichen Informationen nur im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot zu verwenden und ausschliesslich seitens der Sarasin Investmentfonds notwendigerweise mit dem Kaufangebot befassten Person zur Verfügung zu stellen. Am 4. Juni 2009 nahm Sarasin Investmentfonds Einsicht in die Akten des Verfahrens.

(13) Mit Eingabe vom 9. Juni 2009 erhob Sarasin Investmentfonds bei der UEK Einsprache gegen die Verfügung 410/01. Mit Verfügung 410/02 vom 16. Juni 2009 wies die UEK die Einsprache von Sarasin Investmentfonds vollumfänglich ab. Die UEK stellte fest, dass das öffentliche Kaufangebot von Aquamit an die Aktionäre der Quadrant den gesetzlichen Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote entspricht.

(14) Mit Eingabe vom 23. Juni 2009 erhob Sarasin Investmentfonds bei der Eidg. Finanzmarktaufsicht (FINMA) Beschwerde gegen die Verfügung 410/02 der UEK. Darin stellte sie folgende Anträge:

- „1. Die Verfügung 410/02 der Übernahmekommission vom 16. Juni 2009 sei aufzuheben;
2. Der Angebotspreis sei auf 75% des Preises zu erhöhen, der sich aus folgendem Vorerwerb ergibt:
  - 2.1 CHF 114.50 zuzüglich der zu Verkehrswerten bewerteten Zusatzleistungen, welche das Management im Rahmen der Transaktion erhält (Finanzierung der Aquamit B.V., „Foun-

*ders' Rights") in Höhe von total CHF 130.79, d.h. gesamthaft CHF 245.29; eventualiter ist der Wert der Zusatzleistungen durch einen neutralen Gutachter zu bestimmen;*

*oder falls folgender Preis höher ist:*

*2.2 Der Aktienwert, der sich aus dem Erwerb von Mitarbeiteroptionen zu einem Preis von CHF 16.22 ergibt, d.h. CHF 136.00, zuzüglich der zu Verkehrswerten bewerteten Zusatzleistungen, welche das Management im Rahmen der Transaktion erhält (Finanzierung der Aquamit B.V., „Founders' Rights"), in Höhe von total CHF 130.79, d.h. gesamthaft CHF 266.79; eventualiter ist der Wert der Zusatzleistungen durch einen neutralen Gutachter zu bestimmen.*

*Eventualantrag:*

*3. Der Angebotspreis sei auf den Preis zu erhöhen, der den nicht-exekutiven Verwaltungsräten für den Rückkauf ihrer Option durch die Zielgesellschaft angeboten wird. Dieser Preis beläuft sich auf CHF 174.00, eventualiter ist der Preis durch einen neutralen Gutachter zu bestimmen.*

*alles unter Kosten- und Entschädigungsfolgen zu Lasten der Gegenparteien.*

*Dies verbunden mit folgenden*

*Verfahrensanträgen:*

- Die Annahmefrist sei bis zur Klärung des Angebotspreises auszusetzen.*
- Die betrieblichen Daten, auf denen die Fairness Opinion von PricewaterhouseCoopers basieren (insbesondere der Free Cashflow und seine Herleitung) sind von der Zielgesellschaft offen zu legen.*
- Die Zielgesellschaft und ihre Organe seien aufzufordern, Käufer und Verkäufer bezüglich der am 6. Februar 2009 gemeldeten Management Transaktionen über 78'235 Aktien bzw. 63'056 Aktien offen zu legen."*

(15) Mit Schreiben vom 24. Juni 2009 teilte die FINMA den Parteien mit, dass sie gestützt auf Art. 33c BEHG ein Verwaltungsverfahren im Sinne von Art. 1 ff. des Bundesgesetzes über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968 (VwVG; SR 172.021) eröffnet hat, und lud Quadrant, Aquamit und die UEK gleichzeitig ein, bis Mittwoch, 1. Juli 2009, 12:00 Uhr (Eingang) eine Stellungnahme zur Beschwerde der Sarasin Investmentfonds einzureichen.

(16) Mit Schreiben vom 26. Juni 2009 ersuchte die FINMA Deloitte und PWC, eine Stellungnahme zur Beschwerde der Sarasin Investmentfonds bis Mittwoch, 1. Juli 2009, 12:00 Uhr einzureichen, und



dabei insbesondere vertieft auf die in der Beschwerdeschrift aufgeführten Aussagen zu den „Zusatzleistungen von Mitsubishi Plastics“ sowie deren Bewertung wie auch auf die in der Beschwerdeschrift in Frage gestellte Bewertung der Bank Vontobel AG für Optionen einzugehen.

(17) Mit Schreiben vom 26. Juni 2009 reichte Sarasin Investmentfonds eine Eingabe mit dem Titel „Noveneingabe“ ein. Hintergrund dieser Eingabe ist ein nach Einreichung der Beschwerde vom 23. Juni 2009 erschienenenes Interview mit Herrn Dr. Adrian Niggli in der Zeitung „Finanz und Wirtschaft“ vom 24. Juni 2009.

(18) Mit Schreiben vom 29. Juni 2009 ersuchte die FINMA Quadrant, Aquamit, die UEK sowie Deloitte, bis zum Mittwoch, 1. Juli 2009, 12:00 Uhr (Eingang) auch zur Noveneingabe der Beschwerdeführerin Stellung zu nehmen.

(19) Mit Eingaben vom 1. Juli 2009 nahmen Quadrant und Aquamit zur Beschwerde der Sarasin Investmentfonds Stellung. Gleichentags trafen die entsprechenden Stellungnahmen von PWC und Deloitte ein. Quadrant stellte mit ihrer Eingabe den folgenden Antrag:

*„Es seien sämtliche Anträge, Eventualanträge und Verfahrensanhträge abzuweisen.“*

Aquamit legte mit ihrer Eingabe ein „Gutachten zur Beurteilung des Angebotspreises im Rahmen des Kaufangebots von Aquamit B.V. an den Namenaktien der Quadrant AG“ von IFBC AG ins Recht und stellte folgenden Antrag:

*„Sämtliche Anträge der Beschwerdeführerin seien vollumfänglich abzuweisen und die Verfügung 410/02 vom 16. Juni 2009 der Übernahmekommission zu bestätigen; alles unter Kosten- und Entschädigungsfolgen zu Lasten der Beschwerdeführerin.“*

Die UEK hält gemäss ihrer Eingabe vom 1. Juli 2009 vollumfänglich an den Erwägungen der Verfügungen 410/01 vom 29. Mai 2009 und 410/02 vom 16. Juni 2009 fest.

(20) Diese Eingaben leitete die FINMA am selben Tag der Sarasin Investmentfonds, verbunden mit der Aufforderung zur Schlussstellungnahme bis Montag, 6. Juli 2009, 12:00 Uhr (Eingang), weiter.

(21) Mit Eingabe vom 3. Juli 2009 an die UEK erneuerte die Sarasin Investmentfonds das am 14. Mai 2009 gegenüber der UEK gestellte und anlässlich des Akteneinsichtstermins vom 4. Juni 2009 bestätigte Akteneinsichtsgesuch „betreffend umfassende Akteneinsicht“. Gleichzeitig ersuchte die Beschwerdeführerin die UEK um umgehende Überweisung des Gesuchs an die FINMA, falls sich diese für die Behandlung dieses erneuerten Akteneinsichtsgesuchs angesichts des hängigen Beschwerdeverfahrens als nicht zuständig erachten sollte.

(22) In ihrer Schlussstellungnahme vom 6. Juli 2009 hielt die Beschwerdeführerin an den gegenüber der Beschwerde unveränderten Anträgen fest.



(23) Mit E-Mail vom gleichen Tag stellte die FINMA die Schlussstellungnahme der Sarasin Investmentfonds Deloitte, Aquamit, Quadrant sowie der UEK zur Kenntnisnahme zu. Gleichzeitig ersuchte die FINMA Deloitte, Aquamit sowie die UEK, bis Dienstag, 7. Juli 2009, 15:00 Uhr (Eingang) zu den auf den Seiten 15ff. unter Ziffer 1.2 „Optionen des Management Teams“ aufgeführten neuen Ausführungen der Schlussstellungnahme (und insbesondere zur Beilage 4 „Description of the contribution in kind“) Stellung zu nehmen.

(24) Mit Eingabe vom 6. Juli 2009 überwies die UEK die Gesuche der Beschwerdeführerin betreffend Akteneinsicht vom 1. Juli 2009 und 3. Juli 2009 gestützt auf Art. 54 VwVG zur Beurteilung an die FINMA. Zusammenfassend äusserte sich die UEK in ihrer Überweisung dahingehend, dass sie sich gegen die von der Sarasin Investmentfonds beantragte Aufnahme von Entwürfen in das Aktenverzeichnis aussprach. Mit Gesuch vom 1. Juli 2009 hatte Sarasin Investmentfonds den Antrag gestellt, das ihr mit Verfügung der UEK vom 3. Juni 2009 unter Auflagen gewährte Akteneinsichtsrecht sei in Wiedererwägung zu ziehen. Mit Gesuch vom 3. Juli 2009 hatte Sarasin Investmentfonds einerseits ihr obiges Gesuch erneuert, und ausserdem beantragt, dass die Entwürfe des Angebotsprospekts sowie die entsprechende Korrespondenz in das Verfahrensdossier aufzunehmen und offenzulegen seien.

(25) Mit Eingaben vom 7. Juli 2009 nahmen Deloitte, Aquamit sowie die UEK zu den auf den Seiten 15ff. unter Ziffer 1.2 „Optionen des Management Teams“ aufgeführten Ausführungen der Schlussstellungnahme der Beschwerdeführerin (und insbesondere zur Beilage 4 „Description of the contribution in kind“) Stellung.

(26) Gleichtags äusserte sich die Beschwerdeführerin unaufgefordert zu den Stellungnahmen der Aquamit sowie UEK.

(27) Am 8. Juli 2009 übermittelte die FINMA die diversen Eingaben vom 7. Juli 2009 an die jeweils übrigen Parteien sowie die UEK zur Kenntnisnahme.

(28) Auf die vorgenannten Eingaben wird, soweit wesentlich, in den Erwägungen eingegangen.

(29) Der Übernahmeausschuss der FINMA ist im vorliegenden Fall aus Frau Dr. Anne Héritier Lachat (Präsidentin), Herrn Prof. Jean-Baptiste Zufferey (Mitglied) sowie Herrn Paul Albert Müller (Mitglied) zusammengesetzt.

## **Erwägungen**

### **A. Zuständigkeit, Fristen und rechtliches Gehör**

(30) Die UEK ist gemäss Art. 22 Abs. 3 BEHG zuständig, die Einhaltung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote im Einzelfall zu überprüfen. Sie erlässt die in diesem Zusammenhang notwendigen Verfügungen (Art. 33a Abs. 1 BEHG).

(31) Gemäss Art. 33c BEHG können Verfügungen der UEK innert einer Frist von fünf Börsentagen bei der FINMA angefochten werden. Die UEK hat die Verfügung 410/02 den Parteien am 16. Juni 2009 eröffnet. Sarasin Investmentfonds hat ihre Beschwerde mit Telefax am 23. Juni 2009 bei der FINMA eingereicht. Die Erhebung der Beschwerde erfolgte somit fristgerecht innert fünf Tagen.

(32) Das Verwaltungsverfahrensgesetz ist für das Beschwerdeverfahren bei der FINMA anwendbar (Art. 53 des Bundesgesetzes vom 22. Juni 2007 über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG, SR 956.1), Art. 33b Abs. 1 i.V. mit Art. 33c Abs. 3 BEHG).

(33) Gemäss Art. 30 Abs. 1 VwVG hört die Behörde die Parteien an, bevor sie verfügt. Mit Schreiben vom 24. Juni 2009 gab die FINMA Quadrant, Aquamit und der UEK Gelegenheit zur Beschwerde vom 23. Juni 2009 Stellung zu nehmen. Mit Schreiben vom 26. Juni 2009 lud die FINMA auch Deloitte und PWC ein, zur Beschwerde der Sarasin Investmentfonds Stellung zu nehmen. Aquamit, Quadrant, UEK, Deloitte und PWC haben ihre Vorbringen mit Eingaben vom 1. Juli 2009 formuliert. Mit Schreiben vom 1. Juli 2009 gab die FINMA der Beschwerdeführerin Gelegenheit, sich im Rahmen einer Schlussstellungnahme zu diesen Eingaben vom 1. Juli 2009 zu äussern. Die Beschwerdeführerin machte hiervon mit Schreiben vom 6. Juli 2009 Gebrauch. Gestützt auf die in der Schlussstellungnahme der Beschwerdeführerin vom 6. Juli 2009 neu vorgebrachten Sachverhaltselemente ersuchte die FINMA mit Schreiben vom 6. Juli 2009 Aquamit, die UEK und Deloitte um eine weitere Stellungnahme. Aquamit, die UEK und Deloitte nahmen hierzu mit Eingaben vom 7. Juli 2009 Stellung. Schliesslich hat die Beschwerdeführerin sich mit Eingabe vom 7. Juli 2009 unaufgefordert zu den Stellungnahmen der Aquamit sowie der UEK vom 7. Juli 2009 geäussert.

Zudem wurden die Verfahrensakten vor der UEK beigezogen.

Das rechtliche Gehör wurde somit rechtsgenügend gewährt.

## **B. Mindestpreis**

### **B.1 Allgemeines**

(34) Der Mindestpreisregel zufolge muss der Angebotspreis einerseits mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf andererseits höchstens 25% unter dem höchsten Preis liegen, welchen die Anbieterin in den zwölf letzten Monaten vor dem Angebot oder der Voranmeldung für Beteiligungspapier der Zielgesellschaft bezahlt hat (Art. 32 Abs. 4 BEHG und Art. 9 Abs. 6 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung, UEV, SR 954.195.1) i.V.m. Art. 41 Abs. 1 der Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-FINMA, BEHV-FINMA, SR 954.193); Art. 7 Abs. 3 lit. a UEV). Der Gesetzgeber hat damit explizit die Möglichkeit des Ausrichtens einer Prämie im Rahmen des vorausgegangenen Erwerbs gewollt und akzeptiert (vgl. *P. Böckli*: Schweizer Aktienrecht, Zürich, Basel, Genf 2004, §7, Rz 249). Eine – wie von der Beschwerdeführerin behauptet – einschränkend vorzunehmende Auslegung von Art. 32 Abs. 4 BEHG wurde vom Gesetzgeber nicht gewollt; Letzterer hat mit dieser Bestimmung vielmehr ausdrücklich eine erhebliche Durchbrechung des Gleichbehandlungsgrundsatzes

zes statuiert. Sofern nun ein Anbieter im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots den Aktionären einer börsenkotierten Gesellschaft einen Preis anbietet, der 24,9% unter dem in den letzten zwölf Monaten bezahlten Höchstpreis liegt, so kann aus der blossen Tatsache, dass damit der gesetzlich vorgegebene Spielraum ausgeschöpft wird, nicht auf ein rechtsmissbräuchliches Verhalten geschlossen werden.

(35) Der höchste Preis pro Quadrant-Aktie, der in den letzten zwölf Monaten vor Publikation der Voranmeldung durch die Anbieterin und durch die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen bezahlt wurde, beläuft sich unbestrittenermassen auf CHF 114.50 pro Aktie. Dies ist der Preis, den Mitsubishi Plastics durch Erwerb von 50% der Anbieterin dem Management indirekt für die Übertragung von Quadrant Aktien bezahlt hat.

(36) Die Beschwerdeführerin macht im Wesentlichen geltend, dass die UEK für die Berechnung des Mindestpreises zu Unrecht nur den Preis von CHF 114.50 pro Aktie als Berechnungsbasis für den Mindestpreis heranzieht, und von Mitsubishi Plastics erbrachte Zusatzleistungen im Rahmen des Joint Venture zu Unrecht nicht bewertet und nicht in die Ermittlung des Preises des vorausgegangenen Erwerbs einbezogen habe. Dies verletze Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA. Die Zurverfügungstellung der Finanzierung durch Mitsubishi Plastics (bzw. deren Konditionen) sowie die Founders' Rights würden eine erhebliche geldwerte Leistung darstellen, und eine Drittfinanzierung der Aquamit für ein öffentliches Angebot wäre in casu wesentlich teurer ausgefallen.

## **B.2. Zusatzleistungen**

(37) Den Ausführungen von Zielgesellschaft und Anbieterin in ihren Eingaben vom 1. Juli 2009, wonach bei vorgenannter Transaktion gar kein Vorerwerb vorliege und deshalb die Bestimmungen über den Mindestpreis nicht zur Anwendung gelangen sollen, kann nicht gefolgt werden. Nach konstanter Praxis der UEK sind auch die Rechtsgeschäfte, welche die Anbieterin mit in gemeinsamer Absprache handelnden Personen tätigt, in die Mindestpreisberechnung mit einzubeziehen. Für die Mindestpreisberechnung relevant sind demzufolge grundsätzlich auch Käufe und Verkäufe während den letzten zwölf Monaten vor dem Angebot oder der Voranmeldung zwischen den im Hinblick auf das Angebot in gemeinsamer Absprache handelnden Personen (Empfehlung vom 6. Juli 2004 i.S. *Aare-Tessin AG für Elektrizität*).

(38) Einleitend ist festzuhalten, dass es durchaus Fälle gibt bei denen im Rahmen eines vorgängigen Erwerbs, nebst der Zahlung des Übernahmepreises von den Parteien noch andere wesentliche Leistungen erbracht werden. Weil auch diesen ein wirtschaftlicher Wert zukommt, müssen sie bei der Festlegung des Mindestpreises – immer unter der Voraussetzung, dass sie wesentlich sind - berücksichtigt werden. Sind beim vorausgegangenen Erwerb neben den Hauptleistungen derartige 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).

(39) Vorausgehend zum Kaufangebot haben Mitsubishi Plastics und das Management diverse Verträge (u. a. Kauf der Aktien und Finanzierung der Aquamit) abgeschlossen. Es stellt sich vorliegend die Frage, ob die Finanzierung und/oder die Gewährung einer Kaufs- und Verkaufsoption (Founders' Right) Leistungen mit einem wesentlichen wirtschaftlichen Wert im Sinne von Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA beinhalten. Wie die Vorinstanz zutreffend festgestellt hat, sind im Zusammenhang mit dem Joint Venture sämtliche erbrachten bzw. zu erbringenden Leistungen zu berücksichtigen. Das Vorliegen einer wesentlichen Leistung im Sinne von Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA wäre zu bejahen, wenn sich im konkreten Einzelfall aufgrund einer Gesamtbetrachtung ein Leistungsmissverhältnis zu Gunsten einer Partei ergäbe, und dieses Missverhältnis überdies wesentlich wäre.

(40) Die Feststellung und gegebenenfalls Bewertung zusätzlicher Leistungen ist Sache der Anbieterin. Sie kann dies selbst vornehmen oder hierfür einen Dritten einsetzen. Die Bewertung muss jedoch angemessen sein. Die Aufgabe der Prüfstelle besteht darin, die Angemessenheit dieser Beurteilung und Bewertung zu prüfen (Art. 41 Abs. 5 BEHV-FINMA).

(41) Die unabhängige Prüfstelle hat die Leistungen des Managements sowie jene von Mitsubishi Plastics im Rahmen der Prüfung hinsichtlich Einhaltung der Mindestpreisvorschriften überprüft. Die Ausführungen der Prüfstelle sind transparent, plausibel und nachvollziehbar.

(42) Die der Argumentation der Beschwerdeführerin zugrunde liegende Annahme, dass Mitsubishi Plastics vorliegend im Ergebnis eine reine Finanztransaktion tätigt bzw. nur die Fremdfinanzierung einer Unternehmensübernahme ermöglicht, ist unhaltbar. Mitsubishi Plastics ist im gleichen Tätigkeitsgebiet aktiv wie Quadrant, und arbeitet mit Quadrant in diesem Zusammenhang auch bereits seit längerem im Rahmen des japanischen Joint Ventures Nippon Polypenco Ltd. zusammen. Dass ein solcher industrieller Partner im Rahmen eines Joint-Ventures und mithin einer strategischen Partnerschaft dann aber andere Zinskonditionen gewährt als eine Investmentbank, liegt auf der Hand und erscheint sachgerecht. Ein Vergleich mit Hypotheken für schweizerische Wohnliegenschaften oder LBO Transaktionen ist nicht sinnvoll. Mitsubishi Plastics ist in wesentlichem Ausmass an der Anbieterin (und bei erfolgreichem Angebot auch an der Zielgesellschaft) beteiligt, womit die Interessen und das Risiko der Finanzierung anders gelagert sind, als bei einem reinen Finanzinvestor.

(43) Die Verzinsung der Finanzierung durch Mitsubishi Plastics erscheint wohl günstig. Unter Berücksichtigung der Tatsachen, dass (i) die Darlehen durch Verpfändung eines grossen Teils der Aktien der Zielgesellschaft gesichert sind, (ii) der von Mitsubishi Plastics gewährte Zinssatz offenbar analog zu den Zinssätzen auf Darlehen an andere Gruppengesellschaften des Mitsubishi Konzerns ist und (iii) das Darlehen von CHF 50 Mio. direkt refinanziert wird und Mitsubishi Plastics seine guten Konditionen an den Kreditnehmer weitergibt, erscheinen die Leistungen im Rahmen der Finanzierung jedoch nicht unangemessen zu sein. Der Hinweis der Beschwerdeführerin auf das Interview von Dr. Adrian Niggli in der Zeitung „Finanz und Wirtschaft“ vermag daran nichts zu ändern. Dass die Zinssätze auf dem offenen Kapitalmarkt höher sind, ist bekannt. Vorliegend ist es jedoch entscheidend, dass die von Mitsubishi Plastics erbrachten Finanzierungsleistungen im Rahmen eines Joint Ventures unter Berücksichtigung aller Umstände als angebracht erscheinen. Damit ist erstellt, dass die Verzinsung nicht zur Umgehung der Mindestpreisregeln festgelegt wurde, sondern dass es sich um eine sachgerechte

oder zumindest als vertretbar erscheinende Verzinsung im Rahmen eines Joint Ventures handelt. Es ist der Prüfstelle beizupflichten, wenn sie festhält, dass dem einen Joint Venture Vertragspartner nicht angelastet werden darf, dass er einen anderen Vertragspartner gefunden hat, der ihn optimal ergänzt.

(44) Gemäss Ziff. 3.3.5 des Joint Venture Vertrages wird die von Mitsubishi Plastics zu zeichnende Wandelanleihe am 30. Juni 2014 zur Rückzahlung fällig, falls sie nicht vorgängig gewandelt, zurückbezahlt oder durch eine Drittpartei refinanziert wurde. Falls es 2014 zur Rückzahlung kommen sollte, hat das Management das Recht, (i) die Wandelanleihe und die Anteile an der Anbieterin von Mitsubishi Plastics zum Net Asset Value („NAV“) zu erwerben oder (ii) seine Anteile an der Anbieterin an Mitsubishi Plastics zu verkaufen. Dieses Wahlrecht des Managements tritt jedoch nur dann in Kraft, wenn Mitsubishi Plastics nicht einseitig beschliesst oder anbietet, die Laufzeit der Wandelanleihe zu verlängern.

Falls die Wandelanleihe vor dem 30. Juni 2014 zurückbezahlt wird oder sich Mitsubishi Plastics entscheidet, die Wandelanleihe ein- oder mehrmals bis zur Beendigung des Joint Venture Vertrages im Jahre 2024 zu verlängern, besteht das oben beschriebene Recht des Managements nicht.

(45) Die Prüfstelle anerkennt, die Founders' Rights nicht vernünftig bewerten zu können und beurteilt die Ansätze der Beschwerdeführerin für eine vernünftige Bewertung als ebenfalls nicht zielführend: „offensichtlich hat auch der Beschwerdeführer Mühe, nur schon einen vernünftigen Ansatz zur Bewertung zu identifizieren“. Aus diesem Grund scheint der Prüfstelle eine Berechnung durch einen neutralen Gutachter überflüssig, weil jegliche Berechnung nicht objektivierbar und dementsprechend angreifbar wäre. Diese Ausführungen der Prüfgesellschaft – und die in die gleiche Richtung gehenden Überlegungen der UEK – sind nachvollziehbar und überzeugend, und die Founders' Rights sind im Rahmen einer Gesamtbetrachtung der Transaktion anzuschauen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass es im alleinigen Ermessen von Mitsubishi Plastics liegt, ob das Management nach Ablauf der ursprünglichen Laufzeit der Wandelanleihe jemals die Möglichkeit haben wird, ihre Aktien gemäss den Bestimmungen des Joint Ventures Vertrages zu verkaufen. Es ist zudem nicht auszuschliessen, dass die Wandelanleihe amortisiert oder das Wandelrecht ausgeübt wird. Es lassen sich im jetzigen Zeitpunkt hierzu lediglich Vermutungen anstellen, welche mit Blick auf das vorliegende Übernahmeangebot bzw. die Berechnung des Mindestpreises zu keinen schlüssigen Erkenntnissen bzw. Ergebnissen führt.

(46) Die Beschwerdeführerin führt aus, dass das Management keine Leistungen in das Joint Venture einbringe und das Know-how des Managements keine Rolle spiele. Dieser Argumentation kann nicht gefolgt werden. Für Mitsubishi Plastics hat die Erfahrung des Managements der Quadrant durchaus einen ökonomischen Wert. Der Prüfgesellschaft ist Recht zu geben, wenn sie die Transaktion so versteht, dass Mitsubishi Plastics das Joint Venture ohne die Mitwirkung des Managements nicht eingegangen wäre. Die Transaktion von Mitsubishi Plastics bezüglich der Zielgesellschaft ist nicht eine reine finanzielle Investition, wie in der Beschwerde dargestellt, sondern durchaus eine Beteiligung mit strategischem und operativem Hintergrund. Gemäss Joint Venture Vertrag sollen R.-P. Müller sowie A. Schenk auch weiterhin CEO's von Quadrant bleiben und dies mindestens die nächsten fünf Jahre, während der sog. „Lock-up Period“, in welcher sie ihren Aktienanteil nicht an Dritte veräussern bzw.

übertragen sollen. Die Einbringung von Management Erfahrung und Führungskraft ist eine Leistung seitens des Management im Rahmen des Joint Venture, die es bei der vorliegenden Gesamtbetrachtung zu berücksichtigen gilt.

(47) Im Rahmen einer Gesamtbetrachtung der erbrachten bzw. zu erbringenden Leistungen und Gegenleistungen wird zusammenfassend festgestellt, dass für die Berechnung des Preises des vorausgegangenen Erwerbs keine weiteren „wesentlichen“ Leistungen gemäss Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA zu erkennen sind, welche unter Anwendung dieser Bestimmung zu berücksichtigen wären. Dieses Ergebnis deckt sich mit den Erkenntnissen der unabhängigen Prüfgesellschaft Deloitte und der UEK. Es erscheint daher entgegen der Meinung der Beschwerdeführerin weder erforderlich noch angezeigt, in diesem Zusammenhang einen weiteren neutralen Gutachter zu bestimmen.

### **B.3. Bewertung der Bank Vontobel AG für Optionen**

(48) Die Beschwerdeführerin macht im Wesentlichen geltend, dass das Black-Scholes-Modell die falsche Bewertungsmethode zur Bewertung der in die Aquamit eingebrachten Verwaltungsoptionen sei. Zudem basiere der Wert auf einer Berechnung der Bank Vontobel AG („Bank Vontobel“). Da die Bank Vontobel abwickelnde Bank für die Aquamit und mithin nicht unabhängig sei, komme dieser Berechnung keinerlei andere Bedeutung zu als einer Parteibehauptung. Die Bank Vontobel sei bei der Bewertung dieser Optionen von der historischen Volatilität und der normalen Laufzeit dieser Option ausgegangen. Eine derartige Anwendung der Black-Scholes Formel sei jedoch unrichtig. Gleichzeitig reicht die Beschwerdeführerin ein Gutachten von Prof. Dr. Heinz Zimmermann vom 23. Juni 2009 ein.

(49) Die Prüfgesellschaft hat die Bewertung der Bank Vontobel im Rahmen der Prüfung des vorausgegangenen Erwerbs überprüft und mit der Bestätigung der Einhaltung des Mindestpreises gutgeheissen. In ihrer Stellungnahme vom 1. Juli bestätigt sie die Bewertung im Detail geprüft und keine Fehler festgestellt zu haben.

(50) Zur Black-Scholes Methode ist festzuhalten, dass sie eine für die Bewertung von Optionen marktgängige Methode ist und nach ständiger Praxis der UEK in diesem Zusammenhang akzeptiert und regelmässig angewendet wird (vgl. *R. Tschäni / J. Iffland / H.-J. Diem*: Öffentliche Kaufangebote, Zürich/Genf, März 2007, Rz 204 und u.a. Empfehlung *Serono S.A.* vom 8. Januar 2007, Erw.. 5.2.5; Empfehlung *Saurer AG* vom 31. Oktober 2006, Erw. 4.1; Empfehlung II *Berna Biotech AG* vom 11. Januar 2006, Erw. 1.4.2; Verfügung *Speedel Holding AG* vom 20. Januar 2009, Erw. 2.1).

(51) Deloitte hat sich in ihrer Eingabe transparent und ausführlich mit den Ausführungen des Parteigutachtens von Prof. Dr. Heinz Zimmermann auseinandergesetzt und das von ihm vorgesehene Verfahren im Ergebnis als nicht praktikabel erachtet, „da es Tür und Tor öffnet für subjektive Einschätzungen“. Den überzeugenden Aussagen der Prüfgesellschaft zufolge gibt es offenbar kein Modell, das den Wert einer Option im Vorfeld eines Kaufangebots objektiv befriedigend ermitteln lässt. Die Prüfstelle erachtet jedoch die derzeitige Praxis der UEK als sinnvoll und vertretbar. Es wäre im übrigen höchst fragwürdig, je nach Angebot jeweils unterschiedliche Bewertungsformeln zur Anwendung zu bringen – dies hätte endlose Debatten hinsichtlich der jeweils „richtigen“ Bewertungsformel zur Kon-



sequenz, und würde zwischen unterschiedlichen Übernahmetransaktionen im Ergebnis allenfalls zu stossenden Ungleichbehandlungen der Kleinaktionäre führen. Vom Black-Scholes-Modell ist daher nur in absolut eindeutigen Ausnahmesituationen abzuweichen. Im vorliegenden Sachverhalt gibt es keine Anhaltspunkte, die eine solche andere Bewertung rechtfertigen würden.

(52) Der in der Schlussstellungnahme der Sarasin Investmentfonds erwähnte Inhalt der Sacheinlageurkunde „Description of the contribution in kind“ stellt sodann keine neue Erkenntnis dar, was hinsichtlich der Einbringung der Optionen in die Anbieterin zu einem Wert von Null insbesondere der UEK bekannt und rechtfertigt keine Anpassung des Mindestpreises. Die Sacheinlagen wurden unter dem Verkehrswert eingebracht, doch ist dies ein nicht unübliches Vorgehen. Die Bewertung der Optionen im Sacheinlagevertrag und die Bewertung der Optionen im Rahmen des Kaufangebots können nicht miteinander gleich gesetzt werden. Aquamit legt im übrigen überzeugend dar, dass die Behauptung der Beschwerdeführerin, das Management sei davon ausgegangen, dass die Optionen keinen Wert habe, unzutreffend ist.

(53) In Bezug auf das Argument der Beschwerdeführerin, wonach die Bank Vontobel nicht unabhängig war und daher ihrer Bewertung nicht mehr Bedeutung zukomme als einer Parteibehauptung, ist festzuhalten, dass mit „Bewertung“ im Sinne von Art. 42 BEHV-FINMA nicht ein Bewertungsgutachten einer unabhängigen Prüfgesellschaft gemeint ist, sondern die Berechnung durch die Anbieterin selbst. Wie die UEK in ihrer Stellungnahme vom 1. Juli 2009 richtigerweise festhält, spielt es somit keine Rolle, ob die Bank Vontobel als unabhängig zu qualifizieren ist, da die durch sie erstellte Bewertung auch durch die Anbieterin selbst hätte vorgenommen werden können.

(54) Das zur Bewertung der VR-Optionen durch die Bank Vontobel verwendete Black-Scholes-Modell ist daher in Übereinstimmung mit der Praxis der UEK erfolgt. Dies sowie die korrekte Anwendung der Methode wurde auch durch die Prüfstelle bestätigt. Es gibt zusammenfassend keinen sachlich gerechtfertigten Grund, vorliegend die Angemessenheit des Black-Scholes-Modells zur Bewertung der durch das Management in die Aquamit eingebrachten VR-Optionen anzuzweifeln, ein anderes Modell zur Optionsbewertung beizuziehen bzw. ein neutrales Gutachten erstellen zu lassen.

### **C. Board Option Plan / Best Price Rule**

(55) Die Beschwerdeführerin macht zusammengefasst geltend, dass die Rücknahme der VR-Optionen der Verwaltungsräte Forster und Borla gegen das Gleichbehandlungsgebot verstossen und die Best Price Rule verletzen würde.

(56) Die Verwaltungsräte M. Forster und L. Borla erwarben gestützt auf den Verwaltungsratsoptionsplan in der Fassung vom 10. Januar 2008, welcher zum Erwerb von Call-Optionen auf Quadrant Aktien zu marktmässigen Konditionen berechtigt, von der Zielgesellschaft 1'700 resp. 3'300 Optionen. Die Optionsinhaber haben im Fall eines verbindlichen Übernahmeangebots an die Aktionäre der Zielgesellschaft das Recht, innert 30 Tagen seit Eintritt dieses Ereignisses entweder (i) die Optionen zu einem adjustierten Strike-Preis (tiefster Tagesschlusskurs, der für die der Option zugrunde liegende Aktie in den letzten 30 Börsentagen vor dem Ereignis bezahlt worden ist) auszuüben oder (ii) die



Rückabwicklung des Optionskaufs gegen Rückerstattung des Optionspreises plus Verzinsung zum Zinssatz zu verlangen, welcher der seinerzeitigen Optionenbewertung zu Grunde lag (plus einen Prozentpunkt). Bis heute haben die beiden Verwaltungsräte von dieser Möglichkeit keinen Gebrauch gemacht und weder eine Rückabwicklung verlangt noch die Optionen ausgeübt.

(57) Das vorliegende Übernahmeangebot bezieht sich ausschliesslich auf die im Publikum befindlichen Aktien der Quadrant und nicht auf Finanzinstrumente. Die auf Art. 9 Abs. 2 UEV aufbauende Argumentation der Beschwerdeführerin betreffend angeblicher Verletzung des Grundsatzes der Gleichbehandlung geht mithin fehl; das Gleichbehandlungsgebot gelangt vorliegend im Verhältnis zwischen den Aktionären und den Optionsinhabern nicht zur Anwendung. Wie die UEK in ihrer Stellungnahme zutreffend ausführt, erfolgt die Rücknahme der Optionen durch die Zielgesellschaft in Erfüllung einer vertraglichen Pflicht und stellt kein öffentliches Kaufangebot dar.

(58) Gemäss Praxis der Übernahmekommission ist ein Kaufvertrag über den Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft, welcher vor der Publikation des Angebots abgeschlossen, aber erst danach vollzogen wird, grundsätzlich als vorausgegangener Erwerb zu qualifizieren. Eine Ausnahme wird für den Fall gemacht, dass der Aktienkaufvertrag und das Angebot miteinander verknüpft sind, sodass von einer gekoppelten Gesamttransaktion von vorausgegangenem Erwerb und öffentlichem Kaufangebot ausgegangen werden muss. Diesfalls ist der noch nicht vollzogene Kauf der Best Price Rule zu unterstellen, um eine Umgehung dieser Regel zu verhindern (vgl. Empfehlung I vom 22. August 2007 in Sachen *Unilabs S.A.*, Erw. 2; Empfehlung vom 8. Januar 2007 in Sachen *Bank Sarasin & Cie AG*, Erw. 3.2 und 3.3; Empfehlung vom 9. März 2005 in Sachen *Büro-Fürrer AG*, Erw. 2.2; Empfehlung vom 6. Juli 2004 in Sachen *Aare-Tessin AG für Elektrizität*, Erw. 2.2).

(59) Entgegen der Meinung der UEK ist die Ausübung der Option bzw. die Rückabwicklung des Geschäfts – wie die Beschwerdeführerin zu Recht festhält – vorliegend fraglos an das Angebot geknüpft. Die Rückkaufsklausel wurde zwar aller Wahrscheinlichkeit nach nicht im Hinblick auf das vorliegende Angebot in den Optionsplan des Verwaltungsrates aufgenommen, sie wurde aber im Hinblick auf jedes öffentliche Angebot gemacht und umfasst dementsprechend auch das vorliegende Angebot.

(60) Die Argumentation der Beschwerdeführerin scheidet aber insofern, als dass der vorliegende Verwaltungsratsoptionsplan der Zielgesellschaft ja – wie die UEK zu Recht festhält – keine zusätzlichen Aktien verschafft. Es werden allenfalls nur früher ausgegebene Optionen wieder zurückgenommen und gegenstandslos. Diese werden alsdann überdies gegenstandslos. Zudem handelt es sich um eine reine Rückabwicklung, es fliesst keine unangemessene Prämie. Es ist daher auch hier entgegen der Meinung des Beschwerdeführers weder erforderlich noch angezeigt, einen neutralen Gutachter zu bestimmen.

#### **D. Lauterkeitsgebot**

(61) Die Beschwerdeführerin macht geltend, dass eine Transaktion, die dem Management Team derart grosse Vorteile einräume, nur möglich sei, weil das Management Team bzw. die Anbieterin Mittel eingesetzt habe, die gegen das Lauterkeitsgebot von Art. 1 UEV verstiessen. Es liege ein Ver-

stoss gegen die gesellschaftsrechtlichen Pflichten vor, da der Verwaltungsrat gegen das Gleichbehandlungsgebot nach Art. 717 OR verstossen habe, weil er Mittel und Ressourcen der Gesellschaft zur Förderung von Interessen des Managements eingesetzt habe. Er habe zudem der Mitsubishi Plastics eine Due Diligence gewährt, um dem Management im Vorfeld des Angebots einen Verkauf zu einem hohen Preis zu ermöglichen, und eigene Aktienbestände der Quadrant zu einem wesentlich tieferen Preis (CHF 86.-) an die Anbieterin verkauft als das Management (CHF 114.60). Der Verwaltungsrat habe dabei auch gegen die Sorgfalts- und Treuepflichten verstossen. Weiter wirft die Beschwerdeführerin dem Verwaltungsrat der Quadrant vor, die in den Statuten befindliche Vinkulierungsordnung willkürlich gehandhabt zu haben.

(62) Es ist der UEK zu folgen, dass die Verletzung des formellen und materiellen Gesellschaftsrechts qualifizierter Art und aufgrund einer summarischen Prüfung relativ leicht erkennbar sein müsste (vgl. Empfehlung V vom 12. August 2005 in Sachen *Saia-Burgess Electronics Holding AG*, Erw. 1.3.2., bestätigt durch Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 19. September 2005 in Sachen *Saia-Burgess Electronic Holding AG*, Rn. 39) um dazu zu führen, dass das Angebot allenfalls als unlauter zu betrachten wäre.

(63) Das Begehren um eine Due Diligence entspricht der allgemein anerkannten Geschäftspraxis. Eine Due Diligence ist heutzutage Standard und es ist einleuchtend, dass diese für Mitsubishi Plastics von grosser Bedeutung ist. Sie ermöglicht ihr, allfällige Risiken und das Wertsteigerungspotential des Unternehmens besser abzuschätzen und dadurch den Wert der Zielgesellschaft zu definieren. Die Behauptung der Beschwerdeführerin, Mitsubishi Plastics sei eine Due Diligence gewährt worden, obwohl diese keine Aktien der Quadrant erwerben wollte, ist offensichtlich irreführend. Mitsubishi Plastics ist selbstverständlich sehr wohl an der Zielgesellschaft interessiert, nur erfolgt der Erwerb über das Joint Venture Aquamit und damit indirekt.

(64) Weiter sind im Verkauf der eigenen Aktien durch Quadrant keine Verletzungen der Sorgfalts- und Treuepflichten ersichtlich. Durch den Verkauf sind Quadrant einerseits flüssige Mittel zugeflossen, andererseits konnte sich Quadrant eine Mehrheitsbeteiligung an der japanischen Joint Venture Gesellschaft Nippon Polypenco Ltd. („NPL“) sichern. Deloitte hat im Prüfbericht die NPL-Aktien bewertet und dabei eine wertmässige Bandbreite von CHF 64.- bis CHF 85.- pro Quadrant-Aktie ermittelt. Eine Verletzung der Mindestpreisregel ist damit nicht ersichtlich.

(65) Gemäss Statuten der Zielgesellschaft kann der Verwaltungsrat unter gewissen Voraussetzungen Ausnahmen von der Stimmrechtsbeschränkung beschliessen. Ein solcher Beschluss liegt im Ermessen des Verwaltungsrates. Vor dem Hintergrund, dass Quadrant und Mitsubishi Plastics bereits im Rahmen des japanischen Joint Ventures seit längerem in geschäftlichen Beziehungen sind, ist die Annahme einer dauernden und strategischen Zusammenarbeit und Allianz nicht fehl am Platz. Die Behauptung der Beschwerdeführerin, die Statuten der Quadrant würden dies nicht erlauben, da vorliegend gar keine strategische Allianz gebildet würde, weil Aquamit (und nicht Mitsubishi Plastics) Quadrant vollständig übernehmen wolle, geht sodann klar an der Sache vorbei - selbstverständlich will sich Mitsubishi Plastics an Quadrant beteiligen, doch ist Aquamit das Instrument, welches die Joint-

Venture Partner zur Umsetzung ihrer strategischen Allianz bzw. Zusammenarbeit zum Einsatz bringen.

(66) Der Verwaltungsrat und einzelne Mitglieder der Geschäftsleitung sind sodann nicht selten in Interessensgegensätze verstrickt (vgl. *P. Böckli, a.a.O., §7, Rz173*). Es liegt jedoch bei einem MBO in der Natur der Sache, dass Interessenskonflikte in höherem Masse bestehen als bei einer anderen Übernahmetransaktion, doch hat Quadrant vorliegend mit der Bildung eines möglichst unabhängigen Verwaltungsratsausschusses sowie der Mandatierung der unabhängigen Prüfstelle PWC zur Erstellung einer Fairness Opinion die auch im Rahmen von MBOs zur Verfügung stehenden (und international bekannten) Massnahmen ergriffen (vgl. *Donald DePamphilis: Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities, San Diego 2003, S. 593*). Die Fairness Opinion stellt zwar eine durch die UEK anerkannte Massnahme dar, um zu vermeiden, dass sich potenzielle Interessenkonflikte im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zum Nachteil der Angebotsempfänger auswirken (vgl. *R. Tschäni / J. Iffland / H.-J. Diem, a.a.O., Rz 432*). Ungeachtet der vorliegend ergriffenen und von Lehre und Rechtsprechung anerkannten Massnahmen bleibt aber die Frage bestehen, ob damit mit Blick auf die Gesellschaft und die Minderheitsaktionäre eine wirklich zufriedenstellende und ihre jeweiligen Interessen optimal wahrende Situation geschaffen werden kann. Im übrigen ist mit der Feststellung, dass aus der Optik des Übernahmerechts die vorliegenden Handlungen nicht im Widerspruch zum Börsengesetz stehen, noch nichts zur Frage ihrer Vereinbarkeit mit den Normen des Zivilrechts gesagt.

(67) In der Tatsache, dass Herr Marco Forster einen Beratervertrag und Herr Dr. Luigi Borla einen Arbeitsvertrag mit Quadrant abgeschlossen haben, sind keine offensichtliche Interessenkonflikte mit Blick auf das vorliegende Übernahmeangebot zu sehen. Es ergeben sich durch das öffentliche Übernahmeangebot für die beiden Verwaltungsräte keine finanziellen Folgen, sprich Vorteile.

(68) Hinsichtlich des Arguments der Beschwerdeführerin, dass die „unabhängigen“ Verwaltungsräte keineswegs unabhängig sind und ihre Entscheidungen deshalb im Rahmen eines Interessenkonflikts bzw. zur Wahrung der Interessen des Management Teams getroffen haben, gilt es festzuhalten, dass die Zielgesellschaft bzw. vorliegend der „unabhängige Ausschuss“ im Übernahmeverfahren keiner „Neutralitätspflicht“, sondern dem Fairnessgebot untersteht (vgl. *P. Böckli, a.a.O., §7, Rz 184 ff.*).

(69) In Bezug auf das von der Beschwerdeführerin vorgebrachte Argument, Mitglieder des Managements hätten gegen die Insiderstrafnorm von Art. 161 Schweizerisches Strafgesetzbuch (StGB, RS 311.0) verstossen, ist die Frage, ob ein Verstoss gegen Insiderhandel vorliegt, nicht offensichtlich zu beantworten. Es ist dies ein Aspekt, welcher im Rahmen einer separaten Insideruntersuchung (nicht im Rahmen des Übernahmeverfahrens) allenfalls zu prüfen ist.

(70) Zusammenfassend wird festgestellt, dass übernahmerechtlich kein qualifizierter und offensichtlich erkennbarer Verstoss gegen Gesetz oder Statuten und damit auch kein unlauteres Verhalten vorliegt. Die UEK hat zurecht festgehalten, dass das Vorgehen des Verwaltungsrates von Quadrant aus übernahmerechtlicher Sicht nicht zu beanstanden ist.

## E. Verfahrensanhträge

(71) Die Beschwerdeführerin beantragt als erstes, die Annahmefrist bis zur Klärung des Angebotspreises auszusetzen. Die FINMA hat mit Schreiben vom 24. Juni 2009 die Behandlung dieses Verfahrensanhtrages im Sinne von Art. 8 Abs. 1 VwVG an die UEK, als die für die Steuerung eines Übernahmeverfahrens zuständige Behörde überwiesen. Nach konstanter Praxis der Eidg. Bankenkommission bzw. der FINMA verbleibt im Falle von Beschwerden (bzw. früher Ablehnungen) gegen Entscheide der UEK die Steuerung bzw. Organisation des Übernahmeverfahrens grundsätzlich bei der UEK. Die UEK ist als erstinstanzliche Behörde am besten dazu berufen, ein laufendes Übernahmeverfahren zu strukturieren und nach Erlass der fraglichen zweit- (bzw. drittinstanzlichen) Entscheide auch das betreffende Übernahmeverfahren zu Ende zu führen. Um eine möglichst reibungslose Steuerung komplexer und zeitintensiver Übernahmeverfahren garantieren zu können, muss eine einzige Instanz – nämlich die UEK – während der gesamten Verfahrensdauer für die Verfahrenssteuerung verantwortlich sein (vgl. die konkurrierenden Übernahmeverfahren von *Smith & Nephew* und *Zimmer Holdings* auf die *Centerpulse AG* sowie die *InCentive Capital AG*, und dort nebst den UEK-Empfehlungen die Verfügungen der Übernahmekammer der EBK vom 23. Juli 2003 und vom 15. August 2003; siehe auch das konkurrierende Übernahmeverfahren der *Sumida-Gruppe* und der *Gatebrook Ltd.* auf die *Saia-Burgess Electronics Holding AG*, und dort die diversen UEK-Empfehlungen sowie die Verfügung der Übernahmekammer der EBK vom 19. September 2005; siehe schliesslich das Übernahmeverfahren der MMA Vie SA auf die *Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA*, und dort die diversen UEK-Verfügungen sowie die Verfügung des Übernahmeausschusses der FINMA vom 6. April 2009). Diese Vorgehensweise ist auch mit Blick auf den Devolutiveffekt (Art. 54 VwVG) korrekt, da dieser nur für den Streitgegenstand gilt (*Hansjörg Seiler* in: Praxiskommentar zum Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren, Zürich/Basel/Genf 2009, Art. 54, Rz 27). Der Beschwerdeführer beantragte schliesslich von der FINMA nicht den Erlass von vorsorglichen Massnahmen (Art. 56 VwVG).

(72) Die Beschwerdeführerin beantragt weiter die Edition „der betrieblichen Daten, auf denen die Fairness Opinion von PWC basieren (insbesondere Free Cashflow und seine Herleitung)“ durch Quadrant. Was den Offenlegungs- und Detaillierungsgrad einer Fairness Opinion anbelangt, so ist – um den Anforderungen von Art. 29 UEV-UEK zu genügen – die Nennung von Bewertungsgrundlagen und Bewertungsmethoden nur in allgemeiner Form nicht ausreichend. Eine Fairness Opinion hat vielmehr die konkret für die Meinungsbildung des Experten herangezogenen Bewertungsmethoden, die getroffenen Bewertungsannahmen und die angewandten Parameter und deren Herleitung offen zu legen, soweit dadurch nicht berechnigte Geheimhaltungsinteressen der Zielgesellschaft beeinträchtigt werden. Dabei müssen auch die zur Erstellung der Fairness Opinion verwendeten Grundlagen und Informationen einzeln benannt werden. Nur dadurch ist letztlich gewährleistet, dass die Angebotsempfänger die Einschätzung des Experten nachvollziehen und somit ihren Entscheid betreffend Annahme oder Ablehnung des Angebots in Kenntnis der Sachlage treffen können (vgl. Art. 29 Abs. 1 UEV-UEK). Die Fairness Opinion der PWC vom 30. April 2009, worin diese zum Ergebnis kommt, dass der von Aquamit offerierte Angebotspreis finanziell angemessen und fair sei, entspricht den oben genannten Anforderungen. Eine Offenlegung des freien Cashflow ist nicht zwingend. Im übrigen hat die Beschwerdeführerin nicht begründet, weshalb die verlangten Daten erforderlich sein sollen, und es ist

auch nicht ersichtlich, welchen Mehrwert diese Daten gegenüber der Fairness Opinion bringen könnten.

(73) Die Beschwerdeführerin beantragt schliesslich, die Zielgesellschaft und ihre Organe seien aufzufordern, Käufer und Verkäufer bezüglich der am 6. Februar 2009 gemeldeten Management-Transaktionen über 78'235 Aktien bzw. 63'056 Aktien offen zu legen. Wie oben unter Rz (69) ausgeführt, ist die Frage eines allfälligen Verstosses gegen die Insiderstrafnorm ein Aspekt, welcher allenfalls im Rahmen einer separaten Insideruntersuchung (nicht im Rahmen des Übernahmeverfahrens) zu prüfen ist. Dem Antrag der Beschwerdeführerin auf Bekanntgabe der Vertragsparteien der Managementstransaktionen wird deshalb nicht stattgegeben.

(74) Die UEK hat mit Datum vom 6. Juli 2009 die Gesuche der Beschwerdeführerin betreffend Wiedererwägung vom 1. Juli 2009 und betreffend Akteneinsicht vom 3. Juli 2009 gestützt auf Art. 54 VwVG an die FINMA übermittelt.

(75) Mit Gesuch vom 1. Juli 2009 stellte die Beschwerdeführerin den Antrag, das ihr mit Verfügung der UEK vom 3. Juni 2009 unter Auflagen gewährte Akteneinsichtsrecht sei in Wiedererwägung zu ziehen. Konkret beantragt die Beschwerdeführerin, dass die Anordnung der UEK, wonach die im Rahmen der Akteneinsicht erlangten Informationen nur im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot zu verwenden seien und ausschliesslich den notwendigerweise mit dem Kaufangebot befassten Personen zur Verfügung gestellt werden, aufgehoben werde. Aus Gründen der Verfahrensökonomie und vor dem Hintergrund, dass es im Wiedererwägungsgesuch thematisch um etwas anderes als in der vorliegend zur Debatte stehenden Beschwerde geht, wird dieses Wiedererwägungsgesuch nicht in der vorliegenden Verfügung sondern in einem nachgelagerten Verfahren behandelt werden. Auf diese Weise kann die vorliegende Verfügung zeitgerecht und vor Ablauf der Angebotsfrist eröffnet werden, wodurch gegenüber sämtlichen Minderheitsaktionären Transparenz geschaffen wird.

(76) Mit Gesuch vom 3. Juli 2009 erneuerte die Beschwerdeführerin einerseits ihr obiges Gesuch, und beantragt ausserdem, dass die Entwürfe des Angebotsprospekts sowie die entsprechende Korrespondenz in das Verfahrensdossier aufzunehmen und offenzulegen seien. Die UEK legt in ihrer Eingabe auf überzeugende Weise dar, weshalb diese Unterlagen (ihrer konstanten und überzeugenden Praxis entsprechend) nicht Teil des Verfahrensdossiers sind, und andererseits wurde das von Sarasin ins Feld geführte Argument des Verhältnisses des im Rahmen des Vorerwerbs bezahlten Preises von CHF 114.50 pro Quadrant-Aktie und von CHF 16.22 pro Verwaltungsratsoption anhand der von der Beschwerdeführerin eingereichten holländischen Sacheinlageurkunde von der FINMA bereits überprüft und als nicht stichhaltig qualifiziert. Der Antrag auf Akteneinsicht (eigentlich um Ergänzung des Verfahrensdossiers) wird deshalb abgewiesen.

## **F. Kosten- und Parteientschädigung**

(77) Gestützt auf Art. 63 Abs. 1 VwVG werden die Verfahrenskosten der unterliegenden Partei und damit vorliegend der Beschwerdeführerin auferlegt.

(78) Art. 64 Abs. 1 VwVG sieht vor, dass die Beschwerdeinstanz der ganz oder teilweise obsiegenden Partei von Amtes wegen oder auf Begehren eine Entschädigung für ihr erwachsene notwendige und verhältnismässig hohe Kosten zusprechen kann. Aquamit hat in ihrer Eingabe einen Antrag auf Zusprechung einer Parteientschädigung gestellt. Da Aquamit mit ihren Anträgen obsiegte, hat die Beschwerdeführerin ihr eine unter Beachtung der gesamten Umstände des vorliegenden Falles zu bestimmende Parteientschädigung zu entrichten.

Aus diesen Gründen und in Anwendung der Art. 1 Abs. 1 lit. e, Art. 2, Art. 5, Art. 6 und Art. 53 FINMAG, Art. 1 ff. BEHG (insbesondere der Art. 32 Abs. 1 und 4 sowie Art. 33c BEHG), Art. 1 ff. VwVG (insbesondere Art. 30 Abs. 1, Art. 63 Abs. 1 und Art. 64 Abs. 1 VwVG), Art. 40 und Art. 41 BEHV-FINMA sowie Art. 4 Abs. 1 des Reglements vom 18. Dezember 2008 über die Organisation der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA hat der Übernahmeausschuss der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA

**verfügt:**

1. Die Beschwerde von Sarasin Investmentfonds AG wird abgewiesen.
2. Die Verfügung 410/02 vom 16. Juni 2009 der Übernahmekommission i.S. öffentliches Kaufangebot der Aquamit B.V. für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Quadrant AG – Einsprachenentscheid wird bestätigt.
3. Das Gesuch der Sarasin Investmentfonds AG vom 3. Juli 2009 betreffend Ergänzung des Verfahrensdossiers wird abgewiesen.
4. Die Verfahrenskosten von CHF 35'000.- werden Sarasin Investmentfonds AG auferlegt. Sie werden mit separater Post in Rechnung gestellt und sind innert 30 Tagen nach Eintritt der Rechtskraft zu überweisen.
5. Sarasin Investmentfonds AG wird verpflichtet, Aquamit B.V. eine Parteientschädigung von CHF 5'000.- auszurichten.

**Übernahmeausschuss der  
Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA**

Anne Héritier Lachat  
Präsidentin

Franz Stirnimann  
Mitglied der Geschäftsleitung

Eine Beschwerde ist schriftlich und begründet innert **10 Tagen** nach Eröffnung der Verfügung beim Bundesverwaltungsgericht, 3000 Bern 14, einzureichen.

Zu eröffnen an:

- Sarasin Investmentfonds AG, c/o [...]
- Quadrant AG, c/o [...]
- Aquamit AG, c/o [...]
- Übernahmekommission, Selnaustrasse 30, Postfach, 8021 Zürich, Fax: +41 58 854 22 91