



Verfügung 410/05

vom 13. Dezember 2012

Verfahren betreffend öffentliches Kaufangebot von **Aquamit B.V.** für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von **Quadrant AG** – Bewertung von Nebenleistungen, Einhaltung der Vorschriften zum Mindestpreis

Sachverhalt:

A.

Quadrant AG (**Quadrant** oder **Zielgesellschaft**) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Lenzburg. Mitsubishi Plastics, Inc. (**MPI**) ist eine Gesellschaft nach japanischem Recht mit Sitz in Tokio. Am 1. Mai 2009 unterzeichneten vier Verwaltungsratsmitglieder von Quadrant, Adrian Niggli, Arno Schenk, René-Pierre Müller und Walter Gruebler (nachfolgend: **Management** oder **Founders**), untereinander ein Shareholder Agreement sowie mit MPI einen Rahmenvertrag und ein Joint Venture Agreement (**JVA**). 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., Amsterdam (**Aquamit** oder **Anbieterin**), in welche es seinen gesamten Bestand an Aktien und Optionen der Quadrant als Sacheinlage einbrachte. Unmittelbar nach der Gründung von Aquamit verkaufte das Management 50 % der Aquamit-Aktien an MPI zum Preis von Insgesamt CHF 25'710'822.75.

B.

Mit Voranmeldung vom 4. Mai 2009 und Angebotsprospekt vom 2. Juni 2009 unterbreitete Aquamit ein öffentliches Kaufangebot für alle sich im Publikum befindlichen Namenaktien von Quadrant zum Preis von CHF 86. Die Prüfstelle Deloitte AG (**Deloitte**) bestätigte mit Bericht vom 28. Mai 2009, dass der Angebotsprospekt von Aquamit den gesetzlichen Vorgaben entspreche und insbesondere die Bestimmungen zum Mindestpreis eingehalten seien. Gemäss Angebotsprospekt setzte sich der Preis, welcher MPI für 50 % der der Aquamit-Aktien bezahlte (vgl. Sachverhalt lit. A), aus einem Preis von CHF 114.50 pro eingebrachte Quadrant-Aktie und CHF 16.22 pro eingebrachte Option zusammen. Die von der Zielgesellschaft in Auftrag gegebene Fairness Opinion von PricewaterhouseCoopers AG (**PWC**) ermittelte eine Bandbreite von CHF 80 bis CHF 95 pro Quadrant-Aktie und erachtete gestützt darauf den Angebotspreis von CHF 86 für angemessen.

C.

Mit Verfügung 410/01 vom 29. Mai 2009 stellte die Übernahmekommission (**UEK**) fest, dass das öffentliche Kaufangebot von Aquamit den gesetzlichen Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote entspreche. Insbesondere seien die Bestimmungen zum Mindestpreis eingehalten; der höchste Preis pro Quadrant-Aktie, der in den letzten zwölf Monaten vor der Publikation der Voranmeldung bezahlt worden sei, habe CHF 114.50 betragen (vgl. Sachverhalt lit. B), was mit



dem gesetzlich zulässigen Abschlag von 24.9 % dem Angebotspreis von CHF 86 entspreche. Gegen diese Verfügung erhob Sarasin Investmentfonds AG (**Sarasin**) Einsprache bei der UEK und beantragte eine Erhöhung des Angebotspreises. Nach Abweisung der Einsprache mit Verfügung 410/02 vom 16. Juni 2009 erhob Sarasin Beschwerde bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (**FINMA**), welche mit Verfügung vom 8. Juli 2009 ebenfalls abgewiesen wurde.

D.

Gegen den Beschwerdeentscheid der FINMA vom 8. Juli 2009 erhob Sarasin Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht. Mit Urteil B-5272/2009 vom 30. November 2010 (**Urteil des Bundesverwaltungsgerichts**) hiess das Bundesverwaltungsgericht die Beschwerde von Sarasin teilweise gut und wies die Sache an die UEK zurück zum weiteren Vorgehen im Sinne der Erwägungen. Gemäss den Erwägungen 7, 8, 10 und 11 des Urteils des Bundesverwaltungsgerichts sind die Finanzierungsleistungen sowie die Gegenleistungen des Managements erneut zu bewerten und es ist zu prüfen, ob weitere, bisher unberücksichtigt gebliebene Gegenleistungen des Managements der Finanzierung von MPI gegenüberstehen.

E.

Mit Eingabe vom 17. Dezember 2010 erklärte die bisherige Prüfstelle Deloitte, dass sie für die gemäss Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vorzunehmenden Prüfungshandlungen nicht zur Verfügung stehe.

F.

Mit verfahrensleitender Verfügung vom 17. Januar 2011 ordnete die UEK an, dass die gemäss Urteil des Bundesverwaltungsgerichts durchzuführenden Prüfungshandlungen nach Massgabe und im Verfahren von Art. 41 Abs. 5 BEHV-FINMA durchzuführen seien. Nach Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA sei für den Fall, dass beim vorausgegangenen Erwerb neben den Hauptleistungen andere wesentliche Leistungen der erwerbenden beziehungsweise der veräussernden Person erfolgten, der Preis für den vorausgegangenen Erwerb um den Wert dieser Leistungen zu erhöhen beziehungsweise zu mindern. Die Prüfstelle habe in ihrem Bericht die Angemessenheit der Erhöhung oder der Minderung nach Absatz 4 zu bestätigen und ihre Berechnungen aufzuzeigen. Aus dem Umstand, dass die Prüfstelle gemäss Art. 41 Abs. 5 BEHV-FINMA nur (aber immerhin) die Angemessenheit der Erhöhung oder Minderung zu bestätigen habe, sei abzuleiten, dass es in einem ersten Schritt Sache der Anbieterin sei, die anderen wesentlichen Leistungen zu bewerten. Sie könne diese Bewertung selbst vornehmen oder hierfür einen Dritten einsetzen. Die Aufgabe der Prüfstelle bestehe darin, in einem zweiten Schritt die Angemessenheit dieser Bewertung zu prüfen. Allerdings müsse die Prüfstelle hierfür – der Erwägung 7.2 f. des Urteils des Bundesverwaltungsgerichts folgend – ihrerseits jede einzelne relevante Leistung beurteilen und ihre diesbezüglichen Berechnungen aufzeigen. Zudem müsse sie – wie dies vom Bundesverwaltungsgericht klargestellt worden sei – überprüfen, ob sämtliche Leistungen erfasst worden seien. Aquamit wurde sodann aufgefordert, eine Prüfstelle zu mandatieren, damit diese die gemäss dem Urteil des Bundesverwaltungsgericht durchzuführenden Prüfungshandlungen vornehme.

G.

Am 3. Februar 2011 mandatierte Aquamit KPMG AG (**KPMG**) als neue Prüfstelle.



H.

Mit Eingabe vom 11. Februar 2011 reichte Aquamit die durch sie selbst vorzunehmende Bewertung bei der UEK ein. Aquamit liess diese Bewertung von Rudolf Volkart und Thomas Vettiger, IFBC AG (**IFBC**), Zürich, erstellen („Öffentliches Kaufangebot der Aquamit B.V. für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Quadrant AG - Bewertung der Finanzierungs- und Nebenleistungen“; **IFBC-Bewertung**). Die IFBC-Bewertung stellt die Wertvorteile zugunsten der Founders, welche sich aus den Leistungen von MPI ergaben, denjenigen zugunsten von MPI gegenüber, welche durch die Leistungen der Founders begründet wurden. Dabei zeige sich, dass sich der aus der Finanzierung von MPI ergebende Wertvorteil für die Founders zwischen null und maximal CHF 8.7 Mio. bewege. Demgegenüber bestehe für MPI ein minimaler Wertvorteil in der Höhe von rund CHF 17.0 Mio. Dieser minimale Wertvorteil von MPI basiere vor allem auf dem Know-how und der Erfahrung der Founders, welche für die effiziente und effektive Realisierung der Synergien von grösster Bedeutung seien. Dazu kämen bedeutende Vorteile aus der Vollkonsolidierung sowie kleinere Wertvorteile aus den übrigen Nebenleistungen der Founders. Im Sinne einer maximalen Wertbetrachtung könnten MPI aus den Leistungen der Founders maximale Werte in der Höhe von insgesamt CHF 49.3 Mio. zufließen. Auf die Einzelheiten der IFBC-Bewertung wird soweit erforderlich in den Erwägungen eingegangen.

I.

Mit Eingabe vom 25. Februar 2011 nahm Sarasin zur IFBC-Bewertung Stellung und reichte hierzu ein Parteigutachten von PPCmetrics vom 25. Februar 2011 ein (**PPCmetrics-Gutachten**). Gestützt auf das PPCmetrics-Gutachten vertrat Sarasin im Wesentlichen die Auffassung, dass die IFBC-Bewertung falsch und unvollständig sei.

J.

Mit Eingabe an die UEK vom 31. März 2011 bestritt Sarasin die Unabhängigkeit von KPMG und beantragte, KPMG sei das Prüfstellenmandat zu entziehen und die UEK habe stattdessen einen neutralen Sachverständigen im Sinne von Art. 12 lit. e VwVG mit den vom Bundesverwaltungsgericht angeordneten Prüfungshandlungen zu beauftragen. Mit verfahrensleitender Verfügung vom 6. April 2011 wies die UEK diese Anträge ab, wogegen Sarasin bei der FINMA Beschwerde erhob. Mit Schreiben vom 4. Mai 2011 teilte Aquamit mit, dass sie den Mandatsvertrag mit KPMG am 3. Mai 2011 per sofort beendet habe. Mit Verfügung vom 10. Mai 2011 schrieb die FINMA das bei ihr hängige Verfahren als durch Gegenstandslosigkeit erledigt ab.

K.

Am 25. Mai 2011 teilte Aquamit der UEK mit, dass Provida Wirtschaftsprüfungs AG (**Provida**) unter Umständen bereit sei, das Mandat als Prüfstelle zu übernehmen. Provida habe allerdings noch keine Zulassung von der FINMA, sondern sie habe diese erst beantragt. Mit Eingaben vom 6. und 17. Juni 2011 bestritt Sarasin sowohl die Eignung als auch die Unabhängigkeit von Provida.

L.

Mit Eingabe vom 14. Juni 2011 gab Aquamit darüber Auskunft, welche Anstrengungen sie seit der Beendigung des Mandats mit KPMG am 3. Mai 2011 unternommen habe, um eine neue Prüf-



stelle zu finden. Aquamit erklärte, diese Bemühungen seien zeitaufwändig gewesen, da die Prüfstelle nicht nur über die notwendige fachliche Qualifikation verfügen, sondern auch von sämtlichen Parteien unabhängig sein müsse. Unter anderem seien rund 15 der bedeutendsten schweizerischen Effektenhändler angefragt worden, die aber abgesagt oder kein Interesse an einer Mandatsübernahme bekundet hätten.

M.

Am 20. Juni 2011 fand zwischen der UEK sowie den Parteien und der ehemaligen Prüfstelle KPMG eine Verhandlung statt mit dem Ziel, eine Einigung in Bezug auf die Mandatierung einer geeigneten und unabhängigen Prüfstelle zu erzielen sowie das weitere Vorgehen zu bestimmen. Anlässlich dieser Verhandlung gab Aquamit bekannt, dass die von Provida beantragte Zulassung der FINMA länger als die erwarteten zwei Wochen in Anspruch nehmen werde, weshalb Aquamit, um weitere Verzögerungen zu vermeiden, davon absehe, Provida zu mandatieren. Aquamit sei jedoch mit weiteren Kandidaten in Kontakt und im Fall von Skandinaviska Enskilda Banken AB, Zweigniederlassung Frankfurt (**SEB Frankfurt**), welche durch die Deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigt werde, sei eine Mandatierung innert weniger Tage möglich. Mit verfahrensleitender Verfügung vom 21. Juni 2011 forderte die UEK Aquamit auf, die fachliche Eignung sowie die Unabhängigkeit von SEB Frankfurt zu belegen. Die Parteien erhielten Gelegenheit, hierzu und zur Frage Stellung zu nehmen, ob gegebenenfalls die Anbieterin selber oder aber die UEK SEB Frankfurt mandatieren solle.

N.

Mit Verfügung 410/3 vom 5. Juli 2011 stellte die UEK fest, dass SEB Frankfurt befähigt sei, die gemäss dem Urteil des Bundesverwaltungsgerichts durchzuführenden Prüfungshandlungen vorzunehmen. Zudem wurde bestätigt, dass es Sache der Anbieterin sei, SEB Frankfurt als Prüfstelle zu mandatieren; eine Ersatzvornahme durch die UEK – wie von Sarasin beantragt – komme nicht in Frage. Gegen diese Verfügung erhob Sarasin am 12. Juli 2011 bei der FINMA Beschwerde. Bevor die FINMA hierüber entschied, teilte SEB Frankfurt am 26. Juli 2011 mit, dass sie ihr Mandat per sofort niederlege. Mit Verfügung vom 11. August 2011 schrieb die FINMA die Beschwerde ab.

O.

Mit verfahrensleitender Verfügung vom 29. Juli 2011 wurden die Parteien aufgefordert, sich bis zum 3. August 2011 dazu zu äussern, wie nach der Mandatsniederlegung von SEB Frankfurt weiter vorzugehen sei. Nach dem Eingang der Stellungnahmen forderte die UEK die Parteien mit verfahrensleitender Verfügung vom 5. August 2011 auf, geeignete Prüfstellenkandidaten zu bezeichnen. Innert Frist schlug die Anbieterin drei und Sarasin einen Kandidaten vor. Zu den von der Anbieterin vorgeschlagenen Kandidaten gehörte auch Kepler Capital Markets SA (**Kepler**).

P.

In der Folge stellte die UEK mit Verfügung 410/04 vom 14. November 2011 (**Verfügung 410/04**) fest, dass Kepler (neben weiteren Kandidaten) unabhängig und geeignet sei, die gemäss dem Urteil des Bundesverwaltungsgerichts durchzuführenden Prüfungshandlungen vorzunehmen. Die UEK hielt weiter fest, dass Aquamit mit der IFBC-Bewertung die (Selbst-)Bewertung der



wesentlichen Nebenleistungen bereits vorgenommen habe. Die Aufgabe der Prüfstelle bestehe nun darin, gestützt auf das Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, diese Bewertung der Finanzierungsleistungen von MPI sowie der Gegenleistungen des Managements auf ihre Angemessenheit hin zu prüfen, hierfür einzeln zu bewerten und sich anschliessend zur Rechtmässigkeit des Angebotspreises zu äussern. Insbesondere folgende Leistungen seien zu bewerten:

- a) der Wertvorteil für das Management aus Finanzierungsleistungen durch MPI an Aquamit (Verzinsung des Akquisitionsdarlehens);
- b) der Wertvorteil für MPI aufgrund des Know-how und der Erfahrung des Managements (Synergiepotential);
- c) der Mehrwert für MPI aus der Vollkonsolidierung (positive Effekte bei der Positionierung und der Berichterstattung von MPI);
- d) der Mehrwert betreffend die Gewährleistungen des Managements zugunsten MPI;
- e) der Wertvorteil bei einem Verzicht auf Entschädigungszahlungen im Falle eines späteren Kontrollwechsels;
- f) der Wertvorteil aufgrund des Pfandrechts an Quadrant-Aktien;
- g) der Mehrwert betreffend die fünfjährige Lock up-Periode für das Management;
- h) der Mehrwert des vom Management übernommenen Risikos im Falle des Scheiterns des Übernahmeangebots.

Zudem habe die Prüfstelle auch allfällige weitere, bisher unberücksichtigt gebliebene wesentliche Leistungen zwischen MPI und dem Management zu berücksichtigen.

Q.

Gegen die Verfügung 410/04 erhob Sarasin Beschwerde an die FINMA und rügte unter anderem, Kepler sei weder unabhängig noch geeignet, die gemäss Urteil des Bundesverwaltungsgerichts durchzuführenden Prüfungshandlungen vorzunehmen. Mit Verfügung vom 21. Dezember 2011 wies die FINMA diese Beschwerde ab. In der Folge erhob Sarasin Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht. Mit Urteil B-253/2012 vom 8. März 2012 wies das Bundesverwaltungsgericht die Beschwerde bezüglich der Rüge der fehlenden Unabhängigkeit als unbegründet ab. Bezüglich der Rüge der fehlenden Eignung trat es auf die Beschwerde aus prozessualen Gründen nicht ein, da diesbezüglich kein nicht leicht wieder gutzumachender Nachteil dargetan worden sei (vgl. Urteil B-253/2012 vom 8. März 2012, Erw. 6.7 und 7).

R.

Am 13. Januar 2012 mandatierte Aquamit Kepler mit der Vornahme der gemäss Urteil des Bundesverwaltungsgerichts durchzuführenden Prüfungshandlungen.



S.

Am 17. Juli 2012 reichte Kepler den Prüfbericht ein („*Public tender offer by Aquamit B.V. for the publicly-held registered shares of Quadrant AG - Review body report on Nebenleistungen and minimum price rule compliance*“; **Kepler-Prüfbericht**). Kepler kommt darin zum Ergebnis, dass der Wert der verschiedenen Nebenleistungen des Managements denjenigen der Finanzierungsleistungen von MPI übersteige. Kepler zieht daraus die Schlussfolgerung, dass der Angebotspreis von CHF 86 die Vorschriften zum Mindestpreis einhalte und nicht erhöht werden müsse. Auf die einzelnen Bewertungen und Ausführungen des Kepler-Prüfberichts wird soweit erforderlich in den Erwägungen eingegangen. Mit verfahrensleitender Verfügung vom 17. Juli 2012 wurde den Parteien Frist bis zum 28. August 2012 angesetzt, um zum Kepler-Prüfbericht Stellung zu nehmen.

T.

Mit Eingabe vom 14. August 2012 beantragte Sarasin, es sei ihr in diverse Aktenstücke Einsicht zu gewähren. Begründet wurde dieser Antrag im Wesentlichen damit, dass die bezüglich dieser Akten von Aquamit und/oder Quadrant geltend gemachten Geheimhaltungsinteressen nicht bzw. nicht mehr im ursprünglich geltend gemachten Umfang bestünden.

U.

Nachdem die Parteien Gelegenheit erhalten hatten, sich zum Antrag von Sarasin auf Akteneinsicht zu äussern, wurde dieser mit verfahrensleitender Verfügung vom 24. August 2012 abgewiesen. Begründet wurde dies im Wesentlichen damit, dass es sich bei den betreffenden Aktenstücken um Dokumente handle, welche Kepler für die Erstellung des Berichts verwende. Solche Dokumente würden normalerweise nicht zu den Akten erhoben, sondern direkt von der Anbieterin (resp. der Zielgesellschaft) der Prüfstelle zur Verfügung gestellt.

V.

Mit Eingabe vom 7. September 2012 nahm Sarasin innert erstreckter Frist zum Kepler-Prüfbericht Stellung und stellte folgende Anträge:

1. *Der Prüfstellenbericht vom 17. Juli 2012 sei in der Form, wie sie für den Angebotsprospekt vorgesehen ist, unverzüglich zu veröffentlichen.*
2. *Die Feststellungen im Prüfstellenbericht vom 17. Juli 2012 betreffend Kompensation der "Funding Advantage" mit Preisvorteil der Publikumsaktionäre (Ziff. 2.5. d ff. Prüfstellenbericht) und "Board Stock Options Value" (Ziff. 10 Prüfstellenbericht) seien ersatzlos zu streichen. Die folgenden Feststellungen des Prüfstellenberichts seien aufzuheben und der Wert der betreffenden Gegenleistungen sei von der Übernahmekommission im Beweisverfahren gemäss Art. 12 ff. VwVG (insbesondere durch Gutachten von Sachverständigen gemäss Art. 12 lit. e VwVG) festzustellen:*
 - *"Management Know-how, Experience and Lock-up" (Ziff. 3 Prüfstellenbericht);*
 - *"Warranties Pledge and Agency Costs" (Ziff. 5 Prüfstellenbericht);*
 - *"Right of First Refusal" (Ziff. 6 Prüfstellenbericht).*



3. *Eventualiter, das heisst für den Fall, dass Antrag Ziff. 2 abgewiesen werden sollte, sei der Prüfstellenbericht vom 17. Juli 2012 zurückzuweisen und die Prüfstelle aufzufordern, einen neuen Bericht zu erstellen, wobei die Übernahmekommission folgende verbindlichen Anweisungen gibt:*
 - *Ziff. 2.5 d bis e Kompensation der "Funding Advantage" mit einem Preisvorteil der Publikumsaktionäre sei zu streichen;*
 - *Ziff. 10 "Board Stock Options Value" sei zu streichen;*
 - *Ziff. 3 "Management Know-how Experience and Lock-up" der Wert der Ersparnis von Mitsubishi sei aufgrund eines Vergleichs der Gesamtentschädigung, die dem Management Team heute tatsächlich ausbezahlt wird und der Gesamtentschädigung von Personen, die in ähnlicher Funktion in anderen Unternehmen tätig sind, zu berechnen; die Bewertung ist auf fünf Jahre zu beschränken;*
 - *Ziff. 5 "Warranties Pledge and Agency Costs" sei aufgrund des tatsächlichen Wertes der Warranties im Zeitpunkt des Vertragsabschlusses zu berechnen;*
 - *Ziff. 6 der Wert des "Right of First Refusal" sei mit Null festzusetzen.*
4. *Es sei eine öffentliche Verhandlung durchzuführen.*

Sarasin macht im Wesentlichen geltend, der Kepler-Prüfbericht entspreche in weiten Teilen nicht dem vom Bundesverwaltungsgericht vorgegebenen materiellen Standard, d.h. er sei nicht transparent, plausibel und nachvollziehbar. Er weise vielmehr in einzelnen Punkten schwere materielle Fehler auf, wobei auch in verschiedenen Punkten die vom Bundesverwaltungsgericht und der UEK geforderte detaillierte Begründung fehle. Die Prüfstelle habe aber auch das Neutralitätsgebot verletzt, da sie in einzelnen Punkten in willkürlicher Weise und ohne Rücksicht auf rechtliche und wirtschaftliche Tatsachen die Interessen der Anbieterin einseitig vertrete. Überdies habe sie auch in einzelnen Punkten den Auftrag überschritten, der sich aus dem Urteil des Bundesverwaltungsgerichtes und der Verfügung 410/04 (vgl. Sachverhalt lit. P) ergebe. Auf die weiteren Argumente von Sarasin wird soweit erforderlich in den Erwägungen eingegangen.

W.

Aquamit nahm mit Eingabe vom 7. September 2012 innert erstreckter Frist zum Kepler-Prüfbericht Stellung. Beilagen hierzu waren zwei Parteigutachten, nämlich eine von IFBC erstellte Stellungnahme vom 7. September 2012 zum Kepler-Prüfbericht (**IFBC-Kurzstellungnahme**) sowie ein Bericht von Ernst & Young AG vom 6. September 2012 (**Ernst & Young-Bericht**). Aquamit ist der Ansicht, dass sich Kepler unvoreingenommen und kritisch mit der Bewertung der verschiedenen Leistungen und Gegenleistungen auseinandergesetzt und die ergänzenden Prüfungshandlungen nach den für das vorliegende Verfahren geltenden Vorgaben des Bundesverwaltungsgerichtes und der UEK durchgeführt habe. Vor diesem Hintergrund akzeptiere Aquamit das Resultat des Kepler-Prüfberichts. Für den Fall, dass die UEK den Kepler-Prüfbericht in seiner vorliegenden Form nicht akzeptieren sollte, macht Aquamit Ausführungen zur



Bewertung einzelner Nebenleistungen, welche gegebenenfalls ebenfalls zu berücksichtigen seien. Auf diese Ausführungen wird soweit erforderlich in den Erwägungen eingegangen.

X.

Quadrant nahm mit Eingabe vom 7. September 2012 innert erstreckter Frist zum Kepler-Prüfbericht Stellung. Quadrant akzeptiert den Kepler-Prüfbericht in seiner Gesamtheit und ist der Ansicht, dass Kepler den der Prüfstelle zur Verfügung stehenden grossen Ermessensspielraum bei keiner der bewerteten Nebenleistungen ausgeschöpft und schon gar nicht überschritten habe, weshalb die Bewertungsergebnisse insgesamt – selbst wenn Quadrant hinsichtlich einzelner Nebenleistungen der Ansicht sei, die Bewertung hätte durch eine andere Methode oder aufgrund anderer Tatsachen und Annahmen vorgenommen werden müssen – übernahmerechtlich nicht anfechtbar seien. Auf die weiteren Ausführungen von Quadrant wird soweit erforderlich in den Erwägungen eingegangen.

Y.

Mit verfahrensleitender Verfügung vom 10. September 2012 wurde Kepler je ein Exemplar der Stellungnahmen der Parteien zum Kepler-Prüfbericht zugestellt und Frist angesetzt, um hierzu ihrerseits Stellung zu nehmen.

Z.

Mit Datum vom 9. Oktober 2012 reichte Kepler – neben einer lediglich bezüglich einer neuen Fussnote (Fussnote 112) ergänzten und der Unterschriften angepassten Version des Kepler-Prüfberichts – innert Frist die verlangte Stellungnahme ein, zusammen mit ergänzenden Anmerkungen in einer E-Mail vom 12. Oktober 2012 (zusammen **Kepler-Stellungnahme**). Demnach sieht sich Kepler durch die Stellungnahmen der Parteien nicht dazu veranlasst, am Ergebnis und der sich daraus ergebenden Schlussfolgerung oder den Bewertungen der einzelnen Nebenleistungen etwas zu ändern. Auf die weiteren Ausführungen der Kepler-Stellungnahme wird soweit erforderlich in den Erwägungen eingegangen.

AA.

Mit verfahrensleitender Verfügung vom 16. Oktober 2012 wurde den Parteien Frist bis zum 26. Oktober 2012 angesetzt, um zur Kepler-Stellungnahme ihrerseits Stellung zu nehmen. Auf ihren Inhalt wird soweit erforderlich in den Erwägungen eingegangen.

BB.

Zur Prüfung der vorliegenden Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus Luc Thévenoz (Präsident), Raymund Breu, Regina Kiener, Henry Peter und Thomas Rufer gebildet.

—



Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:

1. Prüfung durch eine Prüfstelle

[1] Die UEK wurde im Urteil des Bundesverwaltungsgerichts rechtskräftig angewiesen, unter Berücksichtigung der darin beanstandeten sowie der noch offenen Punkte den angebotenen Preis erneut auf seine Angemessenheit hin zu überprüfen bzw. überprüfen zu lassen. Dabei wurde der UEK die Entscheidung überlassen, ob sie von der Anbieterin verlangen wolle, mit der entsprechenden ergänzenden Beurteilung eine andere, mit der Sache bisher nicht befasste Prüfstelle zu beauftragen, oder ob die bisherige Prüfstelle ihre Beurteilung ergänzen solle (Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 13). Aufgrund des im Dispositiv des Urteils enthaltenen Verweises auf die Erwägungen hat diese Passage Dispositivcharakter. Damit ist die Frage, ob die UEK ein unabhängiges Sachverständigengutachten in Auftrag zu geben hatte oder ob sie die Mandatierung einer Prüfstelle erneut Aquamit überlassen durfte, eine *res iudicata* (Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 8. März 2012, Erw. 4.2).

[2] Dementsprechend hat die UEK im Rahmen des vorliegenden Verfahrens mehrfach entschieden, dass die gemäss Urteil des Bundesverwaltungsgerichts durchzuführenden Prüfungshandlungen von einer Prüfstelle im Sinne von Art. 25 BEHG durchzuführen sind, welche durch die Anbieterin auszuwählen und zu mandatieren ist (nicht publizierte verfahrensleitende Verfügungen vom 17. Januar 2011, Erw. 2 und 3, und vom 6. April 2011, Erw. 6; Verfügung 410/03 vom 5. Juli 2011, Erw. 1.1; Verfügung 410/04).

—

2. Unabhängigkeit und Eignung der Prüfstelle

[3] Gemäss Art. 26 Abs. 2 UEV muss die Prüfstelle vom Anbieter, der Zielgesellschaft und den mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig sein. Gemäss dem UEK-Rundschreiben Nr. 3: Prüfung von öffentlichen Kaufangeboten vom 25. Juni 2010, Rn 7 ff. hat die Prüfgesellschaft bzw. der Effektenhändler der UEK mitzuteilen, ob im Rahmen des Übernahmeangebotes andere Dienstleistungen für den Anbieter erbracht wurden oder noch erbracht werden, sowie sämtliche weiteren Angaben zu machen, die für die Beurteilung der Unabhängigkeit wesentlich sind. Der Effektenhändler hat insbesondere über wesentliche Geschäftsbeziehungen zum Anbieter zu informieren. Als Eignungsvoraussetzung setzt Art. 25 Abs. 1 BEHG nur (aber immerhin) eine Zulassung der betreffenden Prüfgesellschaft oder des Effektenhändlers durch die FINMA voraus.

[4] Bereits mit Verfügung 410/04 entschied die UEK, dass Kepler sowohl geeignet als auch unabhängig ist (vgl. Verfügung 410/04, Erw. 2.4). Bezüglich der festgestellten Unabhängigkeit wurde dieser Entscheid vom Bundesverwaltungsgericht mit Urteil B-253/2012 vom 8. März 2012 bestätigt (auf die Rüge der fehlenden Eignung trat das Bundesverwaltungsgericht aus verfahrensrechtlichen Gründen nicht ein).



[5] In der Zwischenzeit sind keine Ereignisse eingetreten, die an dieser Einschätzung etwas ändern würden. Kepler ist eine von der FINMA zugelassene Effekthändlerin gemäss Art. 25 BEHG. In diesem Zusammenhang ist auch nicht zu beanstanden, dass sich Kepler für die Erstellung des Prüfberichts Know-how von anderen Gesellschaften des Keplerkonzerns bzw. deren Angestellten besorgte (vgl. Verfügung der FINMA vom 21. Dezember 2011, Erw. b).

[6] Bezüglich Unabhängigkeit rügt Sarasin, Kepler habe die Neutralitätspflicht verletzt, indem Argumentation und Sachverhalt wiederholt in willkürlicher Weise den Interessen von Aquamit angepasst worden seien. Die Verletzung der Neutralitätspflicht zeige sich darin, dass sich jeder nachgewiesene materielle Fehler – bis zu den einzelnen Rechnungsfehlern – immer zugunsten von Aquamit auswirke, sodass bezüglich der Fehlerverteilung kein Zufall vorliegen könne. Es sei vielmehr davon auszugehen, dass die Prüfstelle absichtlich falsche Feststellungen getroffen habe, um die Position der Anbieterin zu stärken.

[7] Die Frage, ob und unter welchen Voraussetzungen Fehler in einem Prüfbericht Rückschlüsse auf eine entsprechende Absicht der Prüfstelle und damit auf ihre fehlende Neutralität zulassen, kann vorliegend offen bleiben, falls sich herausstellen sollte, dass der Kepler-Prüfbericht – entgegen der Auffassung von Sarasin – keinen der behaupteten Fehler aufweist (vgl. hierzu Erw. 5 ff.).

—

3. Inhalt des Prüfberichts

[8] Wie bereits erwähnt, haben die gemäss Urteil des Bundesverwaltungsgerichts durchzuführenden Prüfungshandlungen nach Massgabe und im Verfahren von Art. 41 Abs. 5 BEHV-FINMA zu erfolgen. Demnach ist es in einem ersten Schritt Sache der Anbieterin, die wesentlichen Nebenleistungen zu bewerten oder bewerten zu lassen. Aquamit ist dieser Pflicht mit der Erstellung der IFBC-Bewertung nachgekommen (vgl. Sachverhalt lit. H).

[9] Die Aufgabe der Prüfstelle besteht darin, in einem zweiten Schritt die Angemessenheit dieser Bewertung zu prüfen. Hierfür muss die Prüfstelle ihrerseits jede einzelne relevante Leistung beurteilen und ihre diesbezüglichen Berechnungen aufzeigen. Die Prüfstelle hat dabei einen Ermessens- bzw. erheblichen Beurteilungsspielraum (Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 7.3 und 13). Der Prüfbericht darf sich nicht darauf beschränken, seine Schlussfolgerungen bekannt zu geben, sondern er hat diese vollständig und nachvollziehbar zu begründen. Ferner hat er die Beurteilungsgrundlagen, die gewählten und nicht gewählten Bewertungsmethoden, die angenommenen Parameter für die Herleitung seiner Resultate sowie seine Einschätzungen und Werturteile einzeln, transparent, plausibel und nachvollziehbar im Bericht aufzuführen und zu begründen (vgl. Art. 40 Abs. 4 zweiter Satz BEHV-FINMA für den Bewertungsbericht).

[10] Anschliessend hat die Prüfstelle festzustellen, ob sich die Leistungen und Gegenleistungen wertmässig gegenseitig aufheben und gegebenenfalls die Einhaltung des Mindestpreises zu bestätigen oder, falls dies nicht der Fall ist, weil die Leistungen von MPI netto einen Überschuss bilden, festzustellen, um wie viel der Angebotspreis pro Quadrant-Aktie zu erhöhen ist.

—

—

—



[11] Im Zusammenhang mit der vorliegenden Transaktion sind insbesondere diejenigen Leistungen und Gegenleistungen zu bewerten, die in der Verfügung 410/04 aufgezählt wurden.

—

4. Ermessen der Prüfstelle

[12] Die Prüfstelle zeichnet sich durch besondere Fachkunde aus. Sie hat die Aufgabe, die relevanten Tatsachen festzustellen und aufgrund ihres Fachwissens und anhand anerkannter Erfahrungssätze zu beurteilen. Sie übt bei Übernahmeangeboten in gewisser Hinsicht eine behördliche Funktion aus, da die UEK nicht alle Sachverhaltsabklärungen selbst vornehmen kann und muss, sondern sich auch auf die entsprechende Prüfung des Angebots durch die Prüfstelle stützen darf. Die Prüfstelle wird daher auch als "verlängerter Arm" der UEK bezeichnet (Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 2.2 mit Hinweisen; Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 8. März 2012, Erw. 3.2).

[13] Bei ihrer Tätigkeit steht der Prüfstelle ein gewisser Beurteilungsspielraum zu (sog. technisches Ermessen; vgl. Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 7.3). Dieser Beurteilungsspielraum umfasst die Wahl und Gewichtung der Methoden und der hierfür verwendeten Grundlagen (Verfügung 468/03 vom 10. März 2011 in Sachen Genolier, Erw. 3.2; Verfügung 467/01 vom 28. Januar 2011 in Sachen Feintool International Holding AG, Erw. 5.2). Der Beurteilungsspielraum ist umso grösser, 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 (Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 7.3).

[14] Der Bericht der Prüfstelle ist durch die UEK und vor allem im nachfolgenden Rechtsmittelverfahren nur beschränkt überprüfbar (vgl. Urteil des Bundesverwaltungsgerichts vom 8. März 2012, Erw. 3.3). In Anbetracht der gesetzlich vorgesehenen Aufgabendelegation darf die UEK grundsätzlich davon ausgehen, dass der erforderliche Beweis über den Wert der in Frage stehenden Leistungen durch die Beurteilung der Prüfstelle erbracht wird. Die UEK 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 (vgl. Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 2.2 f. mit Hinweisen).

—

5. Wesentliche Annahmen des Kepler-Prüfberichts

[15] Kepler nimmt die Bewertung der diversen Nebenleistungen anhand von Analysen vor, die auf dem Finanzplan von PWC beruhen, welcher einen Zeitraum von 15 Jahren sowie einen Kapitalkostensatz (WACC) von 8.25 % berücksichtigt und auf den Zeitpunkt vom 1. Mai 2009 zurückberechnet wurden.

—

—

—



[16] Diese Annahmen sind vertretbar und nicht zu beanstanden. Sie bewegen sich im Rahmen des Kepler zustehenden technischen Ermessens: Der Zeitraum von 15 Jahren ergibt sich aus der vertraglichen Lebensdauer des JVA und entspricht zugleich der Dauer der Lock up-Periode zuzüglich der anschliessenden, zehnjährigen Finanzierungsperiode, wie sie sich aus den vertraglichen Rechten des Managements ergibt (das JVA und der Wandelanleihevertrag gehen vom Grundsatz aus, dass die Wandelanleihe am 30. Juni 2014 zurückbezahlt wird; vgl. Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 9.3.1). Stichtag der Bewertungen ist der 1. Mai 2009, der Tag an dem die relevanten Verträge im Zusammenhang mit der Transaktion unterzeichnet wurden.

[17] Auf die allfälligen Kritikpunkte der Parteien an diesen Annahmen wird im Rahmen der Erwägungen zu den Bewertungen der einzelnen Nebenleistungen eingegangen.

6. Die Bewertungen der Nebenleistungen im Einzelnen

6.1 Finanzierungsleistungen durch MPI

[18] MPI gewährte gestützt auf einen Darlehensvertrag vom 1. Mai 2009 Aquamit in einer ersten Phase ein Darlehen von CHF 50 Mio., um damit von Quadrant, Swiss Small Cap Invest AG, Corisol Holding AG und KWE Beteiligungen AG insgesamt 465'567 Quadrant-Aktien zu erwerben (**Akquisitionsdarlehen**). In der Folge wurde das Akquisitionsdarlehen gemäss einem Wandelanleihevertrag vom 1. Mai 2009 in der vertraglich vorgesehenen Weise grösstenteils durch die Wandelanleihe von maximal CHF 236 Mio. (**PTO-Wandelanleihe**) abgelöst, welche insbesondere auch der Finanzierung des öffentlichen Kaufangebots diente. Der vereinbarte Zinssatz für diese Anleihe beträgt Euribor + 0.5 %. Die PTO-Wandelanleihe ist eine Nullcouponanleihe mit einer Laufzeit bis 2014 und wird teilweise durch Pfandrechte an den vom Management eingebrachten Quadrant-Aktien (vgl. Sachverhalt lit. A) gesichert. Im JVA verpflichtete sich MPI zudem, Aquamit unter einer weiteren Wandelanleihe (**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 dieser Refinancing Wandelanleihe widerspiegeln diejenigen des entsprechenden Darlehens von Aquamit an Quadrant zur Ablösung des Syndikatskredits: Die Verzinsung beträgt anfänglich Euribor + 2 % und erhöht sich pro Quartal um 0.25 %.

[19] Es ist unbestritten, dass diese Finanzierungen, insbesondere die Zinskonditionen der PTO-Wandelanleihe, günstiger sind als es ein entsprechendes Darlehen von einem anderen Kreditgeber gewesen wäre (vgl. Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 8.2). Sollte Kepler zum Schluss kommen, dass die Finanzierungsleistung einen Zinsvorteil zugunsten von Aquamit darstellt, so wäre der daraus resultierende finanzielle Vorteil des Managements unter Berücksichtigung der Laufzeit des Joint Ventures zu bewerten.

6.1.1 Bewertung im Kepler-Prüfbericht

[20] Der Kepler-Prüfbericht hält zunächst fest, dass die Finanzierung durch MPI für die Durchführung und den Erfolg des Übernahmeangebots entscheidend gewesen sei. Der Zinssatz bewege



sich im Rahmen einer konzerninternen Finanzierung und sei damit wesentlich tiefer als der marktübliche Zins. Hieraus ergebe sich ein Wertvorteil für das Management.

[21] Kepler beurteilt die Kreditbonität für Quadrant mit Caa (nach Moody's). Im Weiteren gelangt Kepler zum Ergebnis, dass rund CHF 76 Mio. der Finanzierung zusätzlichen Eigenkapitalcharakter aufweise und dass ein durchschnittlicher marktüblicher Zins 7,8 % bis 8,2 % betragen hätte, statt der von MPI gewährten 3,8 %. Alsdann berechnet Kepler für die PTO-Wandelanleihe einen Kapitalwert (*net present value*) von CHF 80,5 bis 96,4 Mio., was aufgrund der 50 %-Beteiligung des Managements an Aquamit einem Wertvorteil von CHF 40,2 bis 48,2 Mio. zugunsten des Managements entspreche.

[22] Von diesem Betrag zieht Kepler 12,4 Mio. ab mit der Begründung, dass der gerechtfertigte Preis pro Quadrant-Aktie unter Berücksichtigung der Finanzprobleme von Quadrant rund CHF 11 tiefer gewesen wäre als der schliesslich offerierte Angebotspreis von CHF 86, was bezüglich sämtlicher Publikumsaktien einen Betrag von CHF 24,7 Mio. ergebe. Die Publikumsaktionäre hätten daher dank dem Finanzierungsdarlehen einen um CHF 24,7 Mio. höheren Preis erhalten, wovon die Hälfte, d.h. CHF 12,4 Mio., vom Wertvorteil des Managements abzuziehen sei.

[23] Damit kommt Kepler zum Ergebnis, dass zugunsten des Managements aus der Finanzierung von Aquamit durch MPI ein Vorteil in der Höhe von CHF 27,9 bis 35,9 Mio. resultiere.

6.1.2 Stellungnahmen der Parteien

[24] Sarasin macht unter Hinweis auf das PPCmetrics-Gutachten zunächst geltend, dass der Kepler-Prüfbericht eine unbekannte Methode und ein unbekanntes Modell verwende, welche beide nicht nachvollziehbar seien. Der Kepler-Prüfbericht stelle zudem zu Unrecht auf eine normative Kapitalstruktur ab und das Konstrukt eines Cashflow-Modells über 15 Jahre sei sinnlos. Der Kepler-Prüfbericht ignoriere im Weiteren die asymmetrische Position des Managements und wende fälschlicherweise ein vollständig symmetrisches Modell an. Die Bestimmung der normativen Kapitalstruktur sei zudem fehlerhaft; Kepler verweise hierfür auf drei Berichte, welche die Resultate von Kepler jedoch nicht bestätigen würden. Die Bestimmung der fairen Zinssätze für die normative Kapitalstruktur sei ebenfalls fehlerhaft; keiner der von Kepler erwähnten Berichte bestätige die Spreads (d.h. die Bandbreiten) von Kepler. Im Weiteren sei die Annahme der vorzeitigen Rückzahlung der PTO-Wandelanleihe falsch: Dadurch würde das Management frühzeitig die für dieses selbst vorteilhafte asymmetrische Position aufgeben und somit weniger lange vom günstigen Zinssatz der PTO-Wandelanleihe profitieren. Es gebe keinen Grund für das Management, dies zuzulassen. In der normativen Kapitalstruktur gehe Kepler von einer völlig unzureichenden Kapitalausstattung aus. Als weiterer Fehler mache Kepler einen Abzug in Höhe von CHF 12.4 Mio. am "*Financing Advantage*" und begründe dies damit, dass die Aktionäre von der günstigen Finanzierung profitieren würden. Kepler behaupte, dass der gerechtfertigte Preis ("*justifiable price*") pro Aktie unter Berücksichtigung der Finanzprobleme der Gesellschaft nur bei CHF 75 läge. Deshalb hätten die Publikumsaktionäre einen um CHF 24.7 Mio. überhöhten Preis erhalten, wovon die Hälfte, d.h. CHF 12.4 Mio., dem Management Team anzurechnen sei, weshalb der Zinsvorteil um diesen Betrag zu reduzieren sei. Dieser Abzug sei aus mehreren Gründen falsch



und unzulässig: Er verletze Art. 32 BEHG, er bedeute eine Überschreitung des Auftrags der Prüfstelle, es fehle an einer nachvollziehbaren Begründung für den "*justifiable price*" und es ergäben sich eklatante Widersprüche zu anderen Bewertungen im Kepler-Prüfbericht. Der Abzug sei aber nicht nur falsch und unzulässig; es gebe überhaupt keine Leistung an die Publikumsaktionäre, die zu Lasten des Finanzierungsvorteils des Managements gingen: Die Verzinsung der PTO-Wandelanleihe sei für die Publikumsaktionäre nämlich irrelevant. Schliesslich habe Kepler auch noch übersehen, dass die Refinancing Wandelanleihe als Leistung an das Management zu bewerten gewesen wäre: Daraus resultiere für das Management ein weiterer Vorteil von 50 % von CHF 6'736'541.41.

[25] Aquamit beanstandet unter Hinweis auf die IFBC-Kurzstellungnahme, dass aufgrund des von IFBC ermittelten besseren Credit-Ratings und der grösseren Verschuldungskapazität von Quadrant bzw. Aquamit ein wesentlich tieferer Fremdkapitalkostensatz als die von Kepler ermittelte "*Blended Market Rate*" angemessen wäre, was zu einem wesentlich tieferen Finanzierungsvorteil des Managements führen würde. Angesichts des nachhaltig erfolgreichen Geschäftsmodells von Quadrant und der Tatsache, dass auch 2009 (d.h. auf dem Höhepunkt der Finanz- und Wirtschaftskrise) das Credit-Rating von nur sehr wenigen Unternehmen zurückgestuft worden sei, beurteilt IFBC das von Kepler für Quadrant/Aquamit ermittelte Rating als wesentlich zu tief. Mit diesem Rating werde eine Risikoeinschätzung vorgenommen, welche deutlich negativer ausfalle als beispielsweise die damalige Rating-Einstufung von Quadrant durch die UBS AG oder die Einschätzung der Branchen-Analysten zum damaligen Zeitpunkt. Ferner komme IFBC anhand der eigenen Debt Capacity-Analyse, wie sie bei Finanzierungen durch Schweizer Grossbanken regelmässig angewendet werde, zum Schluss, dass die Verschuldungskapazität von Aquamit die Strukturierung der gesamten Finanzierung als sogenanntes „Senior Debt“ erlaubt hätte. Unter Berücksichtigung des von IFBC ermittelten (im Vergleich zum Kepler-Prüfbericht besseren) Credit Ratings von „BB“ ergäbe sich demzufolge – selbst bei konservativer Beurteilung – ein signifikant tieferer Fremdkapitalkostensatz für Quadrant beziehungsweise Aquamit, was zu einer wesentlichen Reduktion des von Kepler berechneten Finanzierungsvorteils zugunsten des Managements führen würde.

[26] Quadrant beanstandet ebenso wie Aquamit das seiner Ansicht nach zu tiefe Rating von Quadrant durch den Kepler-Prüfbericht und verweist in diesem Zusammenhang unter anderem auf die besseren Ratings durch die UBS AG und das Rating durch die ursprüngliche Prüfstelle Deloitte (vgl. Sachverhalt lit. A) von BBB (nach Standard & Poor's, entsprechend einem Baa2-Rating nach Moody's).

6.1.3 Würdigung

[27] Die im Kepler-Prüfbericht gewählte Methode ist grundsätzlich geeignet, den Finanzierungsvorteil zu berechnen; die IFBC-Bewertung verwendet die gleiche Methode. Demnach wurde: (1) Ein Rating betreffend Kreditbonität für Aquamit beziehungsweise Quadrant hergeleitet, (2) die Finanzierung von MPI durch eine Analyse der Verschuldungskapazität (*Debt Capacity*) beurteilt, (3) der von MPI gewährte Zinssatz mit den für die betreffende Rating-Kategorie und Kapital-



struktur marktüblichen Zinsen verglichen und (4) der Zinsvorteil über 15 Jahre (vertragliche Dauer des JVA) diskontiert.

[28] Die kreditrisikomässige Einstufung von Aquamit ist eine technische Frage, bei deren Beantwortung der Prüfstelle ein erhebliches Ermessen zusteht (Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 8.6.1). Für Quadrant lag weder vor noch zum Zeitpunkt der Übernahme durch Aquamit ein offizielles Rating einer Rating-Agentur vor. Kepler hat seine Einstufung ausreichend und nachvollziehbar begründet und erklärt, dass die Belegstellen, welche die IFBC-Kurzstellungnahme für die Bestimmung seines (höheren) Ratings verwende, aus verschiedenen Gründen nicht überzeugend seien. Im Weiteren stimmt Kepler der IFBC-Kurzstellungnahme darin zu, dass einige der Eigenschaften von Quadrant dieser Unternehmung ein starkes Business-Profil gäben. Im Gegensatz zu Anlageanalysten, welche sich auf die Entwicklungschancen fokussieren würden, hätten die Rating-Agenturen eher die Risiken im Auge, weshalb sich der Mangel an Bandbreite und Diversifikation stärker auswirke. Alle diese Einschätzungen von Kepler bewegen sich innerhalb des Kepler zustehenden technischen Ermessens.

[29] Von dem (gemäss der eingangs erwähnten Methode) ermittelten Wertvorteil von CHF 40,2 bis 48,2 Mio. zugunsten des Managements, zieht Kepler CHF 12,4 Mio. ab. Der in diesem Zusammenhang im Kepler-Prüfbericht verwendete Begriff des „*subsidized financing*“ und die diesbezüglichen Ausführungen in der Kepler-Stellungnahme erhellen, dass Kepler mit diesem Abzug – entgegen der Auffassung von Sarasin – die übernahmerechtlichen Vorschriften zum Mindestpreis nicht in Frage stellt. Der Abzug trägt vielmehr dem Umstand Rechnung, dass der in einem ersten Schritt ermittelte Wertvorteil von CHF 40,2 bis 48,2 Mio. auf einem rein hypothetischen „*Leveraged buyout*“ (d.h. einer fremdkapitalfinanzierten Übernahme) basiert, welche in der Praxis so nicht realisiert werden könnte, weshalb der effektive Wertvorteil darunter liegt. Diese Annahme sowie das Vorgehen der Korrektur mittels eines Abzugs sind vertretbar. Bezüglich der Höhe dieses Abzuges besteht ein erhebliches technisches Ermessen, welches von Kepler (in casu mit dem Abzug von 12,4 Mio.) nicht überschritten wurde.

[30] Schliesslich ist auch nicht zu beanstanden, dass Kepler auf eine Bewertung der Refinancing Wandelanleihe verzichtete. Gemäss dem Kepler-Prüfbericht stellt die Refinancing Wandelanleihe keine wesentliche Nebenleistung dar, dies insbesondere wegen der vergleichsweise kurzen Laufzeit von zwei Jahren und den konkreten Konditionen, welche eine sofortige Ablösung erwarten liessen. Diese Erklärung ist plausibel und nachvollziehbar.

[31] Nach dem Gesagten ist festzuhalten, dass der Kepler-Prüfbericht bezüglich der Finanzierungsleistungen die verwendete Methode, deren Umsetzung und die hierfür getroffenen Annahmen transparent, plausibel und nachvollziehbar darlegt und Kepler das ihr dabei zustehende Ermessen nicht überschreitet.

6.2 Know-how und Erfahrung des Managements

[32] Gemäss Urteil des Bundesverwaltungsgerichts ist aufgrund der fünfjährigen Lock up-Periode im JVA zwischen MPI und dem Management sichergestellt, dass das Management aus eigenem



Interesse an der Wertentwicklung seiner Aquamit-Beteiligung sein Know-how und seine Erfahrung in das Joint Venture einbringen werde. Für die Wertbestimmung sei nicht die Sicht des Managements (Leistungserbringer), sondern diejenige von Aquamit bzw. MPI (Leistungsempfänger) massgeblich, also der objektive Wert der Leistung aus der generalisierten Perspektive von MPI (oder eines anderen Übernehmers, dem das landes-, branchen- oder unternehmenstypische Know-how im Übernahmezeitpunkt noch fehlt; vgl. Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 10.5).

6.2.1 Bewertung im Kepler-Prüfbericht

[33] Der Kepler-Prüfbericht stellt zunächst fest, dass die massgebenden Verträge und ihre Ausgestaltung, z.B. die fünfjährige Lock up-Periode, in vielerlei Hinsicht belegen, dass das Know-how des Managements für MPI von Bedeutung gewesen sei. Dabei geht Kepler – ebenso wie die IFBC-Bewertung – davon aus, dass die fünfjährige Lock up-Periode nicht als separater Vorteil zu bewerten, sondern als eine notwendigerweise mit dem Vorteil des Know-how des Managements zusammenhängende Bedingung zu qualifizieren sei.

[34] Bezüglich der Methodenwahl verwirft Kepler den von IFBC gewählten Ansatz der Ermittlung des Wertes des Synergiepotentials, welches bei Quadrant durch das Joint Venture entstehe. Diese Methode weise Schwächen auf und erlaube aufgrund der vorhandenen Dokumentationen und der Unmöglichkeit, den Alleingang von Quadrant befriedigend zu simulieren, keine transparente und befriedigende Bewertung.

[35] Der Kepler-Prüfbericht wählt daher eine andere, nämlich eine Marktwertmethode („*Market valuation approach*“): Die verschiedensten Unternehmen und ihre Vertreter seien regelmässig mit der Frage der Bewertung von Know-how und Erfahrung befasst, so z.B. Verwaltungsräte, Vergütungsausschüsse und -berater, HR-Manager, etc. Meistens werde dabei anhand der Marktüblichkeit vorgegangen, um eine Bewertung vorzunehmen. Bei diesem Ansatz könne angenommen werden, dass derjenige Betrag, welcher eine Unternehmung für Know-how und Erfahrung zu zahlen bereit sei, das Minimum darstelle, welches das betreffende Know-how und die Erfahrung für die Unternehmung wert sei.

[36] In Anwendung dieses Ansatzes ermittelt und bewertet Kepler die Vorteile, welche das Management als Verwaltungsräte von Quadrant in der Vergangenheit erhalten habe (und als Verwaltungsräte von Aquamit nicht mehr erhalten werde). Dazu gehöre der Long Term Incentive Plan (LTIP), der Teil des Entgelts durch Quadrant bildete. Unter dem LTIP habe das Management in den Jahren 1996 bis 2008 1'053'502 Optionen bezogen, mit einem mittleren Kapitalgewinn von CHF 3,2 Mio. pro Jahr. Auf einen Zeitraum von fünf Jahren (Ende der Lock up-Periode) bis 15 Jahre bezogen, entspräche dies einem diskontierten Wert des „virtuellen“ LTIP von CHF 13,1 bis 29,2 Mio. und damit im Ergebnis einem Vorteil von MPI von CHF 6,6 bis 14,6 Mio. (aufgrund der 50 % Beteiligung). Sodann plausibilisiert der Kepler-Prüfbericht dieses Ergebnis anhand von untersuchten LTIP auf dem Management Buy-out Markt.



[37] Kepler gelangt schliesslich zum Ergebnis, dass das Management durch die Einbringung von Know-how und die Erfahrung, welche nicht durch die Honorierung als Verwaltungsräte von Aquamit kompensiert werden, eine Nebenleistung im Wert von CHF 6,6 bis 14,6 Mio. zugunsten von MPI erbracht habe.

6.2.2 Stellungnahme der Parteien

[38] Sarasin stimmt dem Kepler-Prüfbericht darin zu, dass zur Ermittlung des Wertes von Know-how und Erfahrung des Managements nicht auf das Synergiepotential abgestellt werden könne. Allerdings kritisiert Sarasin den von Kepler gewählten und als „*Market Approach*“ bezeichneten Ansatz, wonach aus dem Umstand, dass das Management bisher Lohn und eine zusätzliche Kompensation aus dem LTIP erhalten habe, aber nach der Übernahme nur noch Lohn erhalte, gefolgert werde, dass der Wert von Know-how und Erfahrung des Managements den Lohn um den Betrag dieses LTIP übersteige und dass deshalb der LTIP dem Marktwert von Know-how und Erfahrung des Managements entspreche. Sarasin kritisiert zudem die konkrete Berechnung dieses Wertes, welche weder nachvollziehbar, transparent noch plausibel sei. Da die Mitglieder des Managements diese Optionen zum Verkehrswert gekauft hätten, stelle dies keine zusätzliche Leistung von Quadrant bzw. kein zusätzliches Entgelt dar, was auch im Optionsplan ausdrücklich festgehalten werde. Damit werde der Argumentation des Kepler-Prüfberichts die Grundlage entzogen: Da Quadrant die Optionen zum Verkehrswert den Mitgliedern des Managements verkauft habe und es sich ausdrücklich nicht um ein Entgelt handle, könnten die späteren Gewinne des Managements keine Basis für die Berechnung des marktmässigen Entgelts des Managements sein. Die gleichen Gewinne wären auch entstanden, wenn das Management die Optionen bei einer Bank oder einem Effektenhändler gekauft hätte, wo sie wegen des Verkehrswerts gleich viel gekostet hätten, wie beim Kauf von Quadrant. Hinzu komme, dass die Kapitalgewinne nicht durch Leistung des Managements, sondern durch hohe Kursschwankungen entstanden seien und keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zuließen. Auch würden durch den Verkauf von Optionen zum Verkehrswert bei Quadrant keine Kosten anfallen; der Verzicht führe daher bei Aquamit auch nicht zu Ersparnissen. Die Plausibilisierung durch LTIP bei Management Buy-outs sei ebenfalls falsch bzw. nicht nachvollziehbar, da keinerlei Quellen für die behaupteten Werte angegeben würden und wiederum nicht die Kosten für die Gesellschaften, sondern die Kapitalgewinne der Manager betrachtet würden. Schliesslich sei auch die Dauer der Vorteilsberechnung unzulässig: Der Kepler-Prüfbericht berechne den Verzicht auf eine erfolgsabhängige Entschädigung über die nächsten 15 Jahre. Gemäss Urteil des Bundesverwaltungsgericht, Erw. 10.4, könne eine mögliche Mehrleistung höchstens über die Lock up-Periode von fünf Jahren berücksichtigt werden.

[39] Aquamit verteidigt unter Hinweis auf den Ernst & Young-Bericht den in der IFBC-Bewertung gewählten Ansatz einer Bewertung der beschleunigten Synergierrealisierung, sowie dessen Umsetzung und die daraus resultierende Wertbandbreite. Folge man den Überlegungen und Berechnungen der IFBC-Bewertung, würde sich der gesamte Wertvorteil zugunsten von MPI zusätzlich erhöhen. Schliesslich sei darauf hinzuweisen, dass das Know-how des Managements eine weitere wesentliche Nebenleistung darstelle, welche zusätzlich zu dem von Kepler in Ziff. 3 des Kepler-Prüfberichts berechneten Werts der durch das Management aufgegebenen Optionen zu



berücksichtigen wäre. Dies weil der Wertvorteil aus dem Know-how des Managements MPI auch dann zukommen würde, wenn das Management nicht auf die Optionen verzichtet hätte.

[40] Quadrant ist im Wesentlichen der gleichen Auffassung wie Aquamit und folgt nicht der Begründung, mit welcher Kepler den von IFBC gewählten Ansatz der Bewertung der beschleunigten Synergierrealisierung verwirft: Die erwarteten Synergien seien ex ante unilateral durch MPI in einem Beschluss des Verwaltungsrates der MPI vom 30. April 2009 in einem Detaillierungsgrad festgehalten worden, der für japanische Verwaltungsratsbeschlüsse typisch sei. Quadrant könne bestätigen, dass dem Management bei der Realisierung dieser Synergien sowie bei der Identifizierung und Realisierung weiterer Synergien eine federführende Rolle zugekommen sei. Die Identifizierung und Realisierung von Synergien wie sie durch das Management seit 2009 erfolgt sei, habe sich positiv auf die Geschäftsergebnisse von Quadrant ausgewirkt und die Margenverbesserungen, welche die IFBC-Bewertung angenommen habe, habe sich tatsächlich realisiert.

6.2.3 Würdigung

[41] Die Bewertung von Know-how und Erfahrung wirft komplexe Fragen auf und die dabei verwendeten Bewertungsfaktoren und Annahmen sind teilweise unsicher. Gemäss Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 7.3, hat dies allerdings nicht zur Folge, dass eine Bewertung mangels gesicherter Methoden und Annahmen zu unterbleiben hat. Vielmehr steht der Prüfstelle bei der Bewertung solcher Leistungen ein umso grösserer Beurteilungsraum zu.

[42] Die vom Kepler-Prüfbericht gewählte Methode, Know-how und Erfahrung des Managements anhand des hierfür in der Vergangenheit geleisteten Entgelts zu bewerten, ist naheliegend und nachvollziehbar. Entgegen der Auffassung von Sarasin geht es dabei nicht darum zu beurteilen, ob und in welchem Umfang das Management bei seiner späteren Tätigkeit für Aquamit auf Lohn bzw. Lohnbestandteile verzichtet hat. Ein solcher Verzicht lag – jedenfalls im rechtlichen Sinn – in der Tat nicht vor, da er das Bestehen eines entsprechenden Anspruchs voraussetzen würde. Auch wird nicht behauptet, die in der Vergangenheit erhaltenen Vorteile seien für die Zukunft garantiert gewesen. Vielmehr dient bei dieser Bewertungsmethode das früher bezahlte Entgelt als Massstab zur Bemessung des Wertes von Know-how und Erfahrung des Managements.

[43] Im Zusammenhang mit der Bewertung dieser Vorteile ändert auch der Umstand, dass das Management die Optionen unter dem LTIP zum Marktpreis erwarb, nichts daran, dass diese Optionen für das Management, welches die Kursentwicklung der Quadrant-Aktie besser als ein Dritter voraussehen und selbst entscheidend beeinflussen konnte, einen erheblichen Wert besaßen. Dabei spielt es keine Rolle, ob die betreffenden Optionen explizit als zusätzlicher Lohnbestandteil bezeichnet und in der Stellungnahme von Quadrant zum Angebot von Aquamit erwähnt wurden. Ihr Wert für das Management ist unabhängig davon gegeben. Dies geht auch daraus hervor, dass der betreffende Optionsplan gemäss dem einschlägigem Reglement bezwecken sollte, *„den an der obersten Leitung [...] beteiligten Personen Anreize zu schaffen, sich persönlich voll und ganz für die Förderung der Interessen der Quadrant Gruppe einzusetzen.“*



[44] Schliesslich steht auch die Dauer der Vorteilsberechnung, für welche der Kepler-Prüfbericht 15 Jahre einsetzt, entgegen der Auffassung von Sarasin nicht im Widerspruch zum Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 10.4: Diese Erwägung befasst sich mit der Dauer der Lock up-Periode von fünf Jahren und verlangt nicht, dass eine allfällige Bewertung auf fünf Jahre zu befristen sei.

[45] Nach dem Gesagten ist die Bewertung von Know-how und Erfahrung des Managements bezüglich der verwendeten Methode, ihrer Umsetzung und der hierfür getroffenen Annahmen transparent, plausibel und nachvollziehbar.

6.3 Wertvorteil infolge Vollkonsolidierung

[46] Die Gewährung des Akquisitionsdarlehens gibt MPI gemäss den Bestimmungen des Rechnungslegungsstandards *Japanese GAAP* die Möglichkeit, Aquamit/Quadrant vollständig zu konsolidieren. Bei einer Vollkonsolidierung wird der Jahresabschluss des Tochterunternehmens vollständig in den Konzernabschluss übernommen. Dabei sind sämtliche Bilanz- und Erfolgsrechnungspositionen, bereinigt um konzerninterne Effekte, in den Konzernabschluss aufzunehmen. *Japanese GAAP* erlaubt die Vollkonsolidierung bei einer 50 %-Beteiligung bzw. im Rahmen eines Joint Ventures, wenn ein Unternehmen eine beherrschende Stellung nachweisen kann. Eine solche ist im vorliegenden Fall durch die Finanzierung von Aquamit gegeben und die Vollkonsolidierung somit möglich. Das Interesse von MPI an einer Vollkonsolidierung ist nachvollziehbar (Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 8.5). Andererseits entstehen aufgrund der Vollkonsolidierung und Kontrolle durch MPI für Aquamit/Quadrant auch zusätzliche Kosten (u.a. aufgrund von zusätzlichen Reporting-Pflichten).

6.3.1 Bewertung im Kepler-Prüfbericht

[47] Der Kepler-Prüfbericht hält zunächst fest, dass die Konsolidierung für MPI wichtig gewesen sei und dass die Prüfstelle von MPI bestätigt habe, dass die Finanzierung eine vollständige Konsolidierung mit Aquamit/Quadrant ermöglicht habe. Allerdings sei der dadurch resultierende Vorteil für MPI gering und ökonomisch kaum mess- und nachweisbar. Entscheidend sei jedoch, dass der Vorteil der Konsolidierung durch MPI selbst zum eigenen Vorteil ermöglicht worden sei. Es sei nicht einzusehen, inwiefern dies eine Leistung des Managements darstelle. Ebenso wenig seien die zusätzlichen Kosten des neuen Reporting-Systems Leistungen des Management Teams an MPI, sondern normale von den Partnern gemeinsam getragene Kosten eines Joint Ventures. Schliesslich sei das neue Reporting-System, welches die Kommunikation und Kontrolle erleichtere, eine notwendige Voraussetzung für die Reduktion der Agency-Kosten und daher im Zusammenhang mit der Bewertung dieser Leistung zu berücksichtigen.

6.3.2 Stellungnahmen der Parteien

[48] Sarasin stimmt dem Kepler-Prüfbericht darin zu, dass der Möglichkeit der Konsolidierung für MPI kein Wert zukomme, da die Konsolidierung wegen des Minderheitsabzugs bei Eigenkapital und Gewinn keine Vorteile habe – mit oder ohne Konsolidierung weise MPI den gleich hohen Gewinn und das gleich hohe Eigenkapital aus. Es sei ebenfalls richtig, dass die Kosten des Repor-



ting-Systems keine Leistung des Managements an MPI sei, sondern normale von den Partnern gemeinsam getragene Kosten des Joint Ventures. Diejenigen Kosten, welche sich auf die Zusammenarbeit mit MPI beziehen würden (Einführung von MPI-Managern, zusätzliche Management Positionen für Manager aus dem MPI Konzern, Lösung von Sprachschwierigkeiten etc.) seien dagegen Kosten, die einem Joint Venture immanent und Teil des notwendigen Aufwandes seien, um Synergien zu realisieren. Ein solcher Aufwand stelle dementsprechend keine Leistung des Managements an MPI dar, sondern sei eine gemeinsame Anstrengung von MPI und Management, um die angestrebten Synergieeffekte zu realisieren.

[49] Aquamit verweist auf den Ernst & Young-Bericht, welcher bestätige, dass die von der IFBC-Bewertung getroffenen Annahmen, die gewählten Bewertungsansätze sowie deren Umsetzung und die daraus resultierende Wertbandbreite adäquat, nachvollziehbar und daher eine angemessene Basis für die Bewertung des Vorteils für MPI aus der Konsolidierung seien. Folge man den Überlegungen und Berechnungen der IFBC-Bewertung, würde sich der gesamte Wertvorteil zugunsten von MPI zusätzlich erheblich erhöhen.

[50] Für Quadrant ist nicht nachvollziehbar, warum der Vorteil der Vollkonsolidierung durch Kepler nicht anerkannt werde. Zum einen sei der Kostenansatz eine durch IFRS offiziell anerkannte (konservative) Bewertungsmethode, zum anderen seien diese Kosten durch Quadrant ausgewiesen.

6.3.3 Würdigung

[51] Im Kepler-Prüfbericht wird plausibel erklärt, dass der Vorteil der Vollkonsolidierung keine Leistung des Managements darstellt. Daraus ergibt sich ohne Weiteres, dass dieser Vorteil nicht als Nebenleistung des Managements berücksichtigt werden kann. Der Kepler-Prüfbericht führt zudem aus, dass das neue Reporting-System, welches die Kommunikation und Kontrolle erleichtere, eine notwendige Voraussetzung für die Reduktion der Agency-Kosten sei. Um eine doppelte Berücksichtigung zu vermeiden, werde dies nicht separat, sondern erst im Zusammenhang mit der Bewertung dieser Leistung bewertet (Erw. 6.4 unten). Dieses Vorgehen ist mit Blick auf die bestehenden Ermessensspielräume ebenfalls nachvollziehbar und nicht zu beanstanden.

6.4 Gewährleistungen, Pfandrechte und Agency-Kosten

[52] Das Management gab unter dem Rahmenvertrag mit MPI verschiedene Gewährleistungen und Garantien u.a. auch mit Bezug auf Quadrant ab, welche bezüglich Umfang (CHF 1.65 Mio.) und Dauer (18 Monate) begrenzt waren (**Gewährleistungen**). Gewährleistungen und Garantien dürfen grundsätzlich als Nebenleistungen berücksichtigt werden (Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 11.1). In Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA wird die „Gewährung von Sicherheiten“ ausdrücklich als eine mögliche wesentliche Nebenleistung genannt.

[53] Das Recht von MPI, Aquamit eine durch Quadrant-Aktien gesicherte Finanzierung zu gewähren, hatte für MPI den Vorteil, dadurch (insbesondere durch die damit verbundenen Pfandrechte an den von Aquamit gehaltenen Quadrant-Aktien) zusätzliche Leverage gegenüber ihrem JVA-Partner, dem Management, zu erlangen. Insbesondere im Falle von finanziellen Schwierigkeiten



von Aquamit oder Quadrant hätte MPI die Möglichkeit gehabt, über die pfandgesicherte Finanzierung die Kontrolle über Quadrant zu erlangen. Denn gemäss Pfandvertrag zwischen MPI und Aquamit hatte MPI im Falle eines "Event of Default" u.a. das Recht, die Stimmrechte an den verpfändeten Quadrant-Aktien auszuüben und diese zum "Fair Market Value" an einen Dritten zu verkaufen oder selber zu erwerben.

6.4.1 Bewertung im Kepler-Prüfbericht

[54] Kepler verwirft den in der IFCB-Bewertung gewählten Ansatz, den Wert der Gewährleistungen anhand der Eintretenswahrscheinlichkeit des Gewährleistungsfalles zu berechnen, da dieser Ansatz zwei Schwierigkeiten aufweise: Erstens die objektive Bestimmung der Eintretenswahrscheinlichkeit und zweitens die Abgrenzung zur allgemeinen verwaltungsrätlichen Haftung aus der Verletzung von Treue- und Sorgfaltspflichten. Zudem sei für MPI nicht die mögliche Haftungssumme (CHF 1.65 Mio.) im Vordergrund gestanden, sondern die durch die Gewährleistungen ausgesandten Signale („*comforting signals*“) für die Transaktion aufgrund der abschreckenden Wirkung der Haftungssumme für das Management und der dadurch bewirkten Risikominderung für MPI („*risk mitigation benefit*“).

[55] Gemäss dem Kepler-Prüfbericht gehören die Gewährleistungen zu einem ganzen Geflecht von Massnahmen, mit denen das Management MPI ein Minimum an Agency-Kosten und ein Maximum an Managementeffektivität („*management alignment*“) ermöglicht habe. Zu diesen Massnahmen gehörten: “1) *Taking the company private*, 2) *the association of the Founders to the upside*, 3) *the structuring as debt secured by a pledge*, 4) *the lock-up of part of the Founders’ net worth*, 5) *the warranties*, 6) *the introduction of MPI reporting*, etc”. Diese Massnahmen hätten es MPI ermöglicht, so vorzugehen, als ob Aquamit eine vollständig integrierte Einheit von MPI und das Management Teil desjenigen von MPI gewesen sei, mit entsprechenden Vorteilen für MPI („*limited due diligence*, *light covenants* and *tight spreads*“).

[56] Im Weiteren stellt der Kepler-Prüfbericht fest, dass es keine akzeptierte oder praktikable Methode gebe, um die Agency-Kosten zu berechnen. Der Kepler-Prüfbericht stellt stattdessen zunächst auf den Vorteil ab, den MPI dadurch erlangt habe, dass es sein Interesse an Quadrant auf der Grundlage des eigenen Diskontsatzes oder zumindest des normativen WACC einer Drittpartei erwerben konnte, anstelle des Diskontsatzes für Minderheitsaktionäre (durch die pro Aktie angebotenen CHF 86), welcher in der Fairness Opinion von PWC verwendet wurde (vgl. Sachverhalt lit. B). Der Kepler-Prüfbericht errechnet für diesen Vorteil einer maximalen Risikominimierung für MPI einen Wert zwischen CHF 43 Mio. bis 159 Mio. Diese Wertbandbreite sei jedoch zu hoch, da sie noch um die verbleibenden Agency-Kosten zu reduzieren sei, da MPI keine vollständige Kontrolle über Aquamit/Quadrant habe und divergierende Interessen zwischen MPI und dem Management entstehen könnten. Dank der hohen Fremdfinanzierung durch MPI habe das Management eine asymmetrische "Risk/Return Position". In Ermangelung einer objektiven Methode, welche es erlauben würde das genaue Ausmass der Risikominderung zu berechnen, schätzt Kepler, dass die konkrete Risikominderung mindestens 40 %, aber jedenfalls nicht weniger als 25 % der maximalen Risikominderung von CHF 43 Mio. bis 159 Mio. betrage.



[57] Als Ergebnis resultiert gemäss Kepler-Prüfbericht ein Wertvorteil von insgesamt mindestens CHF 10.8 Mio. zugunsten von MPI aus Gewährleistungen, Pfandrechten und Agency-Kosten-Ersparnis.

6.4.2 Stellungnahmen der Parteien

[58] Sarasin ist der Ansicht, dass die Gewährleistungen keinen Wert hatten und dass insbesondere die Bilanzgarantie, die durch das Wissen des Managements qualifiziert sei, nicht über die Haftung hinausgehe, welche die Mitglieder des Managements als Verwaltungsräte ohnehin gemäss Art. 754 OR hätten. Die Gewährleistungen könnten zudem höchstens den Wert der maximalen Haftungssumme von CHF 1.65 Mio. betragen. Allerdings könne diese im Vergleich zum Verkaufspreis minimale Haftungssumme von CHF 1.65 Mio. (dies entspreche rund 6.5 % des Kaufpreises) per se kein beruhigendes Signal sein: Im konkreten Fall hätte das Management selbst bei vollkommener Verletzung einen Restkaufpreis von über CHF 24 Mio. behalten, was für den Käufer kein positives Signal sei, welches Vertrauen in die Gewährleistungen schaffe. Bezüglich des Vorteils der Einsparung von Agency-Kosten bestreitet Sarasin, dass eine solche Einsparung vorliege und sieht darin auch keinen Vorteil, der MPI anzurechnen wäre. Weder habe das Management einen Anspruch auf Bezüge, die als Agency-Kosten anfallen, noch sei belegt, dass solche Bezüge zuvor bei Quadrant getätigt worden seien. Auch fehle jede Bezifferung oder gar Substantiierung der Agency-Kosten. Gestützt auf das PPCmetrics-Gutachten stellt Sarasin fest, dass die Agency-Kosten in der Struktur von Aquamit sogar wesentlich höher seien als bei Quadrant: Wegen der hohen Fremdfinanzierung durch MPI habe das Management eine stark asymmetrische "Risk/Return Position". Dies führe dazu, dass das Management Verluste nur zu einem kleinen Anteil trage, von Wertsteigerungen aber zu 50 % profitiere. Dies müsse dazu führen, dass das Management hohe Risiken eingehe, um die eigene Position zu maximieren. Schliesslich sei auch die Art, wie der Kepler-Prüfbericht die Agency-Kosten berechne, weder plausibel noch nachvollziehbar: Die unterschiedlichen WACC bzw. Kapitalkosten von MPI und Quadrant seien nur auf Eigenschaften von MPI zurückzuführen, hätten nichts mit den Agency-Kosten zu tun und könnten daher auch nicht mit Leistungen des Managements in Zusammenhang gebracht werden. Bezüglich des von Kepler festgestellten Geflechts von weiteren Massnahmen („taking the company private...etc.“) ist Sarasin der Meinung, dass diese Vorteile entweder nicht bestehen oder jedenfalls keine Leistungen des Managements darstellen würden.

[59] Aquamit und Quadrant nehmen zur Bewertung des Vorteils aus Gewährleistungen, Pfandrechten und Agency-Kosten-Ersparnis nicht spezifisch Stellung.

6.4.3 Würdigung

[60] Die grundsätzliche Annahme, dass die Einsparung von Agency-Kosten für MPI einen Vorteil bedeutet, ist nicht zu beanstanden: MPI ist den aus Informationsasymmetrien und Ziel- bzw. Interessendivergenzen erwachsenden Agency-Risiken grundsätzlich nicht ausgesetzt, wie dies bei „normalen“ Dritt-Fremdkapitalgebern der Fall wäre. Als hälftige Miteigentümerin von Aquamit kann MPI aktiv Einfluss auf die strategische und operative Führung von Quadrant nehmen. Im Gegensatz zur Position eines Drittgläubigers laufen die Interessen von MPI als Gläubigerin des Akquisitionsdarlehens und als Miteigentümerin demnach grundsätzlich parallel.



[61] Gemäss dem Kepler-Prüfbericht gibt es keine etablierte und geeignete Methode, um die Agency-Kosten zu berechnen. Entgegen der Auffassung von Sarasin führt dies jedoch nicht dazu, dass die (Einsparung der) Agency-Kosten mangels Bewertbarkeit nicht als Leistungen des Managements berücksichtigt werden können. Die Prüfstelle hatte vielmehr eine vertretbare Methode zu entwickeln, um diesen Vorteil zu berechnen. Sie hat dabei ein grosses Ermessen (vgl. Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 7.3).

[62] Kepler bewertet die Vorteile für MPI, indem sie im Wesentlichen die Agency-Kosten und *Risk Mitigating Factors* aufgrund der Differenz zwischen dem tatsächlich bezahlten Preis und dem Wert eruiert, den Quadrant für MPI hat. Diese Vorteile bzw. Einsparungen wurden MPI durch die Zusammenarbeit mit dem Management ermöglicht. Dieser Ansatz ist nachvollziehbar und plausibel und stellt eine angesichts des Fehlens einer etablierten Methode vertretbare Lösung dar. Entgegen der Behauptung von Sarasin übersieht der Kepler-Prüfbericht dabei auch nicht, dass die asymmetrische "*Risk/Return Position*" von Aquamit zusätzliche Agency-Kosten für MPI generiert. Der Kepler-Prüfbericht bewertet diese Kosten jedoch tiefer als Sarasin, was zum technischen Ermessen von Kepler gehört und nicht zu beanstanden ist.

[63] Nach dem Gesagten ist die Bewertung von Gewährleistungen, Pfandrechten und Agency-Kosten-Ersparnis bezüglich der verwendeten Methode, deren Umsetzung und der hierfür getroffenen Annahmen transparent, plausibel und nachvollziehbar. Die bezüglich der Agency-Kosten-Ersparnis entwickelte Methode und ihre Anwendung überschreiten das Kepler hierbei zustehende erhebliche Ermessen nicht.

6.5 Vorkaufsrecht (Right-of-first-refusal)

[64] Im Vorfeld der Transaktion unterzeichneten die Mitglieder des Managements untereinander ein Shareholder Agreement sowie mit MPI einen Rahmenvertrag und das JVA (vgl. Sachverhalt lit. A). Diese Verträge regelten insbesondere das gemeinsame Vorgehen in Bezug auf das geplante öffentliche Kaufangebot für Quadrant. Gemäss der „*exit clause*“ des JVA besteht zwischen den Parteien ein gegenseitiges Vorkaufsrecht.

6.5.1 Bewertung im Kepler-Prüfbericht

[65] Der Kepler-Prüfbericht kommt zum Schluss, dass das Vorkaufsrecht zwar symmetrisch, das heisst für die Vertragsparteien gleichlautend, formuliert sei, dass sich aus den Umständen aber eine ökonomische Asymmetrie zwischen MPI und dem Management ergebe. Diese Asymmetrie ergebe sich 1) aus dem unterschiedlichen Zeithorizont und den finanziellen Kapazitäten von MPI und Management, 2) aus dem Umstand, dass MPI 50 % am Joint Venture besitze, während jedes Mitglied des Managements nur je einen Minderheitsanteil besitze und 3) daraus, dass MPI als eine (einheitliche) Vertragspartei eine stärkere Position habe als das Management, welches aus Individuen bestehe. Zudem würden die vertraglichen Bestimmungen des JVA einen Verkauf der Beteiligung der Mitglieder des Managements an einen Dritten zusätzlich erschweren. Bei einem Verkauf der Anteile an MPI werde letztere unter Hinweis auf einen Illiquiditäts- und einen Minderheiten-Abschlag einen vergleichsweise reduzierten Preis bezahlen. Zudem werde auch ein



Drittanbieter nur einen reduzierten Preis bezahlen, da er aus bewertungstechnischer Sicht ebenfalls einen entsprechenden Abschlag anbringen müsse.

[66] Gestützt auf diese Annahmen berechnet Kepler auf der Basis des Businessplans der Fairness Opinion von PwC (vgl. Sachverhalt lit. B) sowie unter der Annahme von sogenannten Exit-Multiples (Multiples, die bei Unternehmensverkäufen zu beobachten sind), einen Eigenkapitalwert für Aquamit. Davon werden 30 % als Illiquiditäts- und Minderheiten-Abschlag berücksichtigt. Als Ergebnis ermittelt Kepler für das Vorkaufsrecht einen Wertvorteil zugunsten von MPI zwischen CHF 25.4 Mio. und 32.3 Mio.

6.5.2 Stellungnahmen der Parteien

[67] Sarasin kritisiert die Bewertung im Kepler-Prüfbericht: Das Vorkaufsrecht gelte für beide Seiten in gleicher Weise. Es habe keinen finanziellen Wert, da es nur erlaube, die Beteiligung der jeweils anderen Partei zum Verkehrswert, d.h. zum Preis zu verkaufen, den eine Drittpartei zu zahlen bereit sei. Die Wertminderung, die 50 % Beteiligungen gegenüber 100 % Beteiligungen haben, sei nicht auf das Vorkaufsrecht zurückzuführen, sondern eine natürliche Eigenschaft einer 50 %-Beteiligung, die deren Verkehrswert beeinflusse, weshalb die entsprechende Wertdifferenz auch nicht dem Wert des Vorkaufsrechtes entsprechen könne. Schliesslich sei die konkrete Berechnung der Prüfstelle auch falsch.

[68] Aquamit ist mit der Bewertung von Kepler grundsätzlich einverstanden. Unter Hinweis auf die IFBC-Stellungnahme hält sie jedoch fest, dass die Bewertung des Wertvorteils aus dem Vorkaufsrecht für MPI jedoch eher konservativ sei.

[69] Quadrant nimmt zur Bewertung des „Right-of-first-refusal“ nicht spezifisch Stellung.

6.5.3 Würdigung

[70] Im Kepler-Prüfbericht wird nachvollziehbar dargelegt, weshalb eine ökonomische Asymmetrie des Joint Ventures zwischen MPI und dem Management besteht, was die Grundvoraussetzung für den Wertvorteil des Vorkaufsrechts bildet – trotz der gleichlautenden, symmetrischen Vertragsformulierung im JVA. Aufgrund der wichtigen strategischen Position von Quadrant im Portfolio von MPI ist die Grundannahme plausibel, wonach MPI ein langfristig orientierter Investor ist. Damit kann auch der Wert des Vorkaufsrechts begründet werden. Ebenso leuchtet ein, dass die Mitglieder des Managements bei einem allfälligen Verkauf ihrer Anteile mit einem Wertabschlag aufgrund der Illiquidität der Aktie und der faktischen Minderheitsposition rechnen müssen. Auch wenn die einzelnen Mitglieder des Managements über einen Aktionärsbindungsvertrag gemeinsam handeln und ihre Aktien von Aquamit an einen Dritten verkaufen würden, würde die Minderheitsposition sowie die Illiquidität den Preis für die Beteiligung von 50 % belasten.

[71] Nach dem Gesagten ist der Ansatz zur Bewertung des Vorkaufsrechts sowie auch die Bewertung selbst transparent, plausibel und nachvollziehbar.



6.6 Verzicht auf Entschädigungszahlung im Fall eines späteren Kontrollwechsels

[72] Unter den früheren Arbeitsverträgen mit Quadrant hatten die Mitglieder des Managements das Recht, im Falle eines definierten "Kontrollwechsels" eine Abgangsentschädigung zu verlangen. Im Rahmen des Übernahmeangebots von Aquamit verzichtete das Management auf dieses Recht. Gemäss Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 11.2 ist zu prüfen, ob dieser Verzicht eine Nebenleistung des Managements darstellt.

6.6.1 Bewertung im Kepler-Prüfbericht

[73] Der Kepler-Prüfbericht verwirft die Auffassung der IFCB-Bewertung, wonach der Verzicht auf Entschädigung im Fall eines Kontrollwechsels für MPI einen Wert habe, der anhand der potentiellen Kosten des Managements zu bemessen sei. Nach Ansicht des Kepler-Prüfberichts bildet der Verzicht auf die Kontrollwechselklausel lediglich eine weitere Massnahme unter vielen, um die Kontrollübernahme zu erleichtern. Ein selbständiger Wert komme dem Verzicht nicht zu.

6.6.2 Stellungnahmen der Parteien

[74] Sarasin teilt die Auffassung, dass der Verzicht keinen Wert habe. Der Grund hierfür liege jedoch in erster Linie darin, dass das Management selbst an der Übernahme beteiligt gewesen sei und sich infolgedessen aufgrund von Art. 156 OR von vornherein nicht auf die entsprechenden Klausel in den Arbeitsverträgen hätte berufen können.

[75] Aquamit und Quadrant äussern sich nicht spezifisch zum Wert des Verzichts auf Entschädigung im Fall eines Kontrollwechsels.

6.6.3 Würdigung

[76] Die Annahme im Kepler-Prüfbericht, der Verzicht auf Entschädigung im Fall eines Kontrollwechsels stelle eine Massnahme dar, welche die Kontrollverschaffung erleichtere und daher nur (aber immerhin) im Rahmen dieser Leistung zu bewerten sei, ist nicht zu beanstanden. Die diesbezüglichen Ausführungen von Kepler sind plausibel, transparent und nachvollziehbar. Bei diesem Resultat kann aber offen bleiben, ob die Argumentation von Sarasin zutrifft, wonach der Verzicht schon deshalb keinen Wert habe, weil sich das Management im Rahmen des öffentlichen Kaufangebotes von Aquamit auf die betreffende Klausel gar nicht hätte berufen können.

6.7 Risiko eines Scheiterns des Angebots (Risk of failed takeover)

[77] Gemäss IFCB-Bewertung ging das Management durch das unbedingte Einbringen seiner Quadrant-Aktien in Aquamit das Risiko ein, im Falle eines Scheiterns des Übernahmeangebots die bisherigen Stimmrechte als Quadrant-Aktionäre zu verlieren, da diese nur noch gemeinsam mit den übrigen Aquamit-Aktionären hätten ausgeübt werden können. Zudem habe das Risiko bestanden, dass im Falle eines gescheiterten Angebots ein Quadrant-Aktionär künftige Generalversammlungsbeschlüsse erfolgreich mit dem Hinweis hätte anfechten können, die seinerzeitige Gewährung der Ausnahme, wonach Aquamit mit sämtlichen Aktienstimmen im Aktienregister eingetragen wurde und damit stimmen dürfe, sei zu Unrecht erfolgt. Dies hätte dazu geführt, dass Aquamit aufgrund der statutarischen Eintragungs- und Stimmrechtsbeschränkung nur noch



mit maximal 3 % der Stimmen hätte stimmen dürfen. Dieses vom Management übernommene Risiko eines Scheiterns des Angebots (**Risk of failed takeover**) habe einen Wert.

6.7.1 Bewertung im Kepler-Prüfbericht

[78] Der Kepler-Prüfbericht gelangt zum Ergebnis, dass angesichts der konkreten Umstände (geringe Wahrscheinlichkeit des Scheiterns des Angebots, unbewiesenes Risiko) keine separate Bewertung des *Risk of failed takeover* angezeigt sei; Teilaspekte dieses Risikos seien im Rahmen der Bewertung des Know-how und der Erfahrung des Managements und des Vorkaufsrechts bereits ausreichend berücksichtigt.

6.7.2 Stellungnahme der Parteien

[79] Sarasin schliesst sich der Auffassung von Kepler an, wonach im Bereich dieses Risikos keine geldwerte Leistung des Managements vorliege. Für Aquamit hat das *Risk of failed takeover* den in der IFBC-Bewertung ermittelten Wert. Quadrant äussert sich nicht spezifisch dazu.

6.7.3 Würdigung

[80] Der Kepler-Prüfbericht hat plausibel, transparent und nachvollziehbar dargelegt, weshalb das *Risk of failed takeover* nicht separat, sondern nur in Teilaspekten im Rahmen der Bewertung von anderen Nebenleistungen, als Leistung des Managements zu berücksichtigen ist. Diese Einschätzung ist nicht zu beanstanden.

6.8 Weitere Nebenleistungen

[81] Gemäss Urteil des Bundesverwaltungsgerichts hat die Prüfstelle weiter zu prüfen, ob bisher unberücksichtigt gebliebene Gegenleistungen des Managements der Finanzierung von MPI gegenüber stehen (vgl. Sachverhalt lit. B). Als mögliche Leistungen in diesem Sinn eruiert der Kepler-Prüfbericht folgende Handlungen des Managements:

- i. die Verpflichtung, Aquamit als Aktionär mit Stimmrecht einzutragen;
- ii. die Verpflichtung, Quadrant zum Vorab-Verkauf der eigenen Quadrant-Aktien zu bewegen;
- iii. die Verpflichtung, auf eine positive Empfehlung des Verwaltungsrats zum Angebot von Aquamit hinzuwirken;
- iv. die Verpflichtung, keine Konkurrenten zu suchen;
- v. die Vermittlung des Kaufs der von den drei Aktionären Swiss Small Cap, Corisol und KWE Beteiligungen gehaltenen Aktienpakete.

6.8.1 Bewertung im Kepler-Prüfbericht

[82] Der Kepler-Prüfbericht stellt zunächst fest, dass die ersten vier Leistungen gemäss Ziff. i-iv zweifellos zum Erfolg des öffentlichen Kaufangebotes von Aquamit beigetragen hätten. Es handle sich dabei um Nebenleistungen, da sie nicht per se Bestandteil des Verkaufes der eigenen Quad-



rant-Aktien durch das Management seien. Kepler geht jedoch davon aus, dass diese Leistungen gemäss der Konzeption der Mindestpreisvorschriften nicht zusätzlich zur Kontrollprämie für die verkauften Quadrant-Aktien honoriert werden dürfen. Dies deshalb, weil es sich dabei um Leistungen handle, die der Verschaffung der Kontrolle dienen und damit nach Sinn und Zweck des Gesetzes nicht zusätzlich zur gesetzlich maximal zulässigen Kontrollprämie honoriert werden dürfen. Infolgedessen bewertet Kepler diese Leistungen nicht.

[83] Anderes gelte jedoch für die Leistung gemäss Ziff. v - Vermittlung des Kaufs der von den drei Aktionären (Swiss Small Cap, Corisol und KWE Beteiligungen) gehaltenen Aktienpakete. Mit dieser Handlung habe das Management nicht nur die Kontrollverschaffung ermöglicht, sondern darüber hinaus den Verkauf dieser Aktienpakete verhandelt und ermöglicht. Kepler setzt als Wert hierfür die Hälfte der Differenz zwischen dem Kaufpreis ein, den das Management für die eigenen Quadrant-Aktien von MPI erhalten habe (CHF 114.50 pro Quadrant-Aktie) und demjenigen, den Aquamit den betreffenden drei Aktionären Swiss Small Cap, Corisol und KWE Beteiligungen bezahlte (CHF 104.50 pro Quadrant-Aktie). Im Ergebnis resultiert hieraus ein Wert für die Vermittlung des Kaufes der drei Aktienpakete von CHF 1.5 Mio.

6.8.2 Stellungnahmen der Parteien

[84] Sarasin stimmt dem Kepler-Prüfbericht darin zu, dass die in Ziff. i-iv aufgeführten Leistungen des Managements nicht als zusätzliche Leistungen im Sinne von Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA bewertet werden können. Diese Leistungen würden – wie die Prüfstelle richtig ausführe – mit der Prämie von 25 % auf den vom Management verkauften Aktien abgegolten, da es sich dabei um eine Kontrollprämie für die Verschaffung der Kontrolle handle. Hingegen ist Sarasin der Auffassung, dass die Bewertung der Leistung gemäss Ziff. v falsch sei, da ein Vermittler eines Aktienkaufs nie den ganzen oder auch nur die Hälfte des Vorteils als Vermittlungsgebühr erhalte, sondern allenfalls einen tiefen einstelligen Prozentsatz. Eine Vermittlungsprovision sei auch deshalb nicht gerechtfertigt, weil das Auftreten des Managements als Vermittler die angegangenen Aktionäre über die anstehende Transaktion gewarnt und den Preis dadurch in die Höhe getrieben habe.

[85] Aquamit und Quadrant äussern sich nicht spezifisch zum Wert der betreffenden weiteren Nebenleistungen.

6.8.3 Würdigung

[86] Der Kepler-Prüfbericht begründet überzeugend, dass die ersten vier Leistungen gemäss Ziff. i-iv zwar einen (ev. erheblichen) Wert für MPI hatten, dass sie aber wegen der gesetzlichen Beschränkung der Kontrollprämie mit der Bezahlung einer Prämie von 25 % auf den vom Management verkauften Quadrant-Aktien abgegolten sind. Eine zusätzliche Entschädigung für weitere Handlungen, welche die Kontrollverschaffung ermöglichen, ist ausgeschlossen. Andernfalls würde einer möglichen Umgehung der Beschränkung der Kontrollprämie auf 25 % Tür und Tor geöffnet. Kommt hinzu, dass die in Ziff. i-iv umschriebenen Handlungen des Managements in Wahrnehmung seiner Organfunktion und im Interesse der Zielgesellschaft erbracht wurden bzw. erbracht werden mussten.



[87] Die Bewertung der Vermittlung des Kaufs der Aktienpakete gemäss Ziff. v ist ebenfalls nicht zu beanstanden. Dass diese Vermittlung für MPI einen Wert hatte, ist offensichtlich. Bei der Bemessung dieses Wertes besteht ein technisches Ermessen, welches vom Kepler-Prüfbericht nicht überschritten wird: Es ist vertretbar, hierfür von der Ersparnis auszugehen, von der MPI durch die Bezahlung eines (im Vergleich zum Kauf der Quadrant-Aktien vom Management) günstigeren Preis zur Hälfte profitierte.

[88] In diesem Zusammenhang ist der Hinweis von Sarasin zutreffend, dass sich der Wert der Vermittlung des Kaufs der Aktienpakete auch als Mäklerkommission berechnen liesse. Diese Mäklerkommission wäre entgegen der Auffassung von Sarasin allerdings nicht nur anhand der Preisdifferenz, sondern anhand des Wertes der *gesamten* Aktienpakete zu berechnen. Gemäss der Kepler-Stellungnahme würde sich aus dieser Bewertung ebenfalls ein Vorteil von CHF 1.5 Mio. ergeben, womit das Ergebnis auch bei Verwendung dieser Methode gleich wäre.

6.9 Verwaltungsoptionen (Board stock options value)

[89] Gemäss Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 5 war bezüglich der Bewertung der vom Management als Sacheinlage in Aquamit eingebrachten Verwaltungsoptionen die von der Bank Vontobel angewandte Bewertungsmethode nach dem Black-Scholes-Modell als eine von mehreren marktüblichen Methoden zur Bewertung von Optionen, die nicht im Geld sind, geeignet. Das Bundesverwaltungsgericht stellte in der Folge fest, dass die Verwaltungsoptionen zu Recht nach der Black-Scholes-Methode bewertet und mit CHF 16.22 angerechnet wurden.

6.9.1 Bewertung im Kepler-Prüfbericht

[90] Kepler stellt die Bewertung anhand der Black-Scholes-Methode in Frage. Bei den Verwaltungsoptionen handle es sich um untypische Optionen, da der Board Stock Option-Plan in Klausel 2.2 vorsehe, dass der Optionspreis im Fall eines Kontrollwechsels auf den tiefsten Tageschlusskurs der letzten 50 Börsentage zurückgesetzt werde. Mit dem Übernahmeangebot von Aquamit sei die Klausel 2.2 ausgelöst worden. Die (handelbaren) Verwaltungsoptionen hätten an Quadrant zurückverkauft oder an einen Dritten weiterverkauft werden können. Die Bewertung mit der Black-Scholes-Methode trage dieser Besonderheit nicht Rechnung und sei daher ungeeignet. Tatsächlich sei der Wert der Verwaltungsoptionen wesentlich höher; Kepler berechnet diesen Wert mit CHF 59,5. Dieser Wert wird von Kepler allerdings *nicht* in die Schlussrechnung des Kepler-Prüfberichts aufgenommen.

6.9.2 Stellungnahme der Parteien

[91] Sarasin wendet gegen die Berechnung des Wertes der Verwaltungsoptionen durch Kepler ein, dass diese Frage durch das Urteil des Bundesverwaltungsgerichts rechtskräftig entschieden sei. Die konkrete Wertberechnung stehe zudem im Widerspruch mit dem betreffenden Board Stock Option-Plan.

[92] Aquamit und Quadrant äussern sich nicht spezifisch zur Bewertung der Verwaltungsoptionen im Kepler-Prüfbericht. Im Schreiben vom 14. Mai 2012 gab Aquamit allerdings zu bedenken, dass eine Rückabwicklung des Optionserwerbs durch die Mitglieder des Managements ein



Übernahmeangebot durch eine Drittpartei voraussetze. Da das Management zu 50 % an Aquamit beteiligt gewesen sei (und weiterhin sei), wäre es gar nicht berechtigt gewesen, seine Verwaltungsratsoptionen unter dem Optionsplan an Quadrant zurückzuverkaufen.

6.9.3 Würdigung

[93] Die (vom Urteil des Bundesverwaltungsgerichts abweichende) Bewertung der Verwaltungsratsoptionen im Kepler-Prüfbericht erfolgt lediglich im Sinne eines obiter dictums: Der von Kepler ermittelte Wert wird bei der Schlussrechnung des Kepler-Prüfberichts nicht berücksichtigt und bleibt daher für die Frage der Einhaltung der Vorschriften zum Mindestpreis ohne Belang. Entgegen der Ansicht von Sarasin liegt daher auch kein Verstoß gegen das Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 5, beziehungsweise gegen dessen Rechtskraft vor. Immerhin ist anzumerken, dass eine Berücksichtigung des von Kepler ermittelten, wesentlich höheren Wertes der Verwaltungsratsoptionen dazu führen würde, dass sich der Wertvorteil, der sich aus dem Vergleich der Finanzierungsleistung von MPI mit den diversen Nebenleistungen des Managements ergibt (vgl. dazu sogleich Erw. 7), zusätzlich zugunsten von MPI erhöhen würde. Der Mindestpreis wäre damit ebenfalls (und sogar noch deutlicher) eingehalten.

—

7. Ergebnis: Vorschriften zum Mindestpreis sind eingehalten

[94] In der Schlussrechnung stellt der Kepler-Prüfbericht die Finanzierungsleistung von MPI den diversen Nebenleistungen des Managements gegenüber. Dabei zeigt sich, dass sich der aus den Finanzierungsleistungen von MPI ergebende Wertvorteil zwischen CHF 28 und 36 Mio. bewegt. Demgegenüber bestehen für MPI Wertvorteile von rund CHF 7-15 Mio. aus dem Know-how des Managements, von über CHF 11 Mio. für Gewährleistungen und Reduktion der Agency-Kosten, von CHF 25-32 Mio. für das Right-of-first-refusal und von CHF 1 Mio. für übrige Leistungen. Als Ergebnis resultiert ein Wertvorteil zugunsten von MPI von über CHF 44-59 Mio.

[95] Damit gelangt der Kepler-Prüfbericht zum Ergebnis, dass der Wertvorteil zugunsten von MPI denjenigen zugunsten des Managements erheblich übersteigt. Dies bedeutet, dass die zwischen MPI und dem Management ausgetauschten Leistungen keine versteckte Prämie zugunsten des Managements enthielten. Infolgedessen bestätigt der Kepler-Prüfbericht, dass der Angebotspreis die Mindestpreisvorschriften gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG in Verbindung mit Art. 41 BEHV-FINMA einhält bzw. eingehalten hat und keine Erhöhung des Angebotspreises erfolgen muss.

[96] Kepler hat die ergänzenden Prüfungshandlungen nach den für das vorliegende Verfahren massgebenden Vorgaben des Bundesverwaltungsgerichts und der UEK durchgeführt und die Finanzierungsleistungen von MPI und die Gegenleistungen des Managements auf ihre Angemessenheit überprüft, einzeln bewertet und sich anschliessend zur Rechtmässigkeit des Angebotspreises geäußert. Kepler hat dabei auch weitere, bisher unberücksichtigt gebliebene wesentliche Leistungen berücksichtigt und bewertet. Der Kepler-Prüfbericht ist sowohl bezüglich der einzelnen Bewertungen als auch bezüglich des Ergebnisses nicht zu beanstanden.



[97] Damit wird festgestellt, dass der von Aquamit offerierte Angebotspreis von CHF 86 pro Quadrant-Aktie (vgl. Sachverhalt lit. B) den übernahmerechtlichen Vorschriften entsprach und nicht erhöht werden muss.

[98] Bei diesem Ergebnis kann die Frage offen bleiben, ob eine allfällige Erhöhung des Angebotspreises nur der Beschwerdeführerin Sarasin oder zusätzlich sämtlichen Aktionären, welche das öffentliche Kaufangebot von Aquamit angenommen haben, zugutegekommen wäre. Gemäss einem obiter dictum im Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 1.4.3, würde die nachträgliche Erhöhung des Angebotspreises infolge Gutheissung einer Beschwerde dazu führen, dass nur und einzig der Beschwerdeführerin eine Nachzahlung gewährt werden müsste. Das Bundesverwaltungsgericht begründet dies mit dem auch im Verwaltungsrecht geltenden Prinzip, wonach sich die direkte Rechtskraftwirkung von Verfügungen und Gerichtsurteilen grundsätzlich nur auf die Parteien erstreckt. Insofern könne ein Verfügungsdispositiv, welches das Angebot als Ganzes zum Gegenstand habe, ohne Weiteres von einzelnen Adressaten angefochten werden, gegenüber den übrigen Adressaten aber in Rechtskraft erwachsen.

[99] Die UEK sieht sich veranlasst – ebenfalls im Sinne eines obiter dictum – darauf hinzuweisen, dass diese Auslegung des Bundesverwaltungsgerichts unvereinbar ist mit den Grundprinzipien des Börsenrechts und dem Verfahren, welches der Gesetzgeber zu deren Verwirklichung vorsieht. Dies hätte nämlich zur Folge, dass Aktionäre, welche eine Beteiligung von weniger als 2 % (demnächst 3 %, sobald die Revision des Börsengesetzes vom 28. September 2012 in Kraft tritt) an einer Zielgesellschaft halten und daher gemäss Art. 33b Abs. 3 BEHG und Art. 56 Abs. 2 UEV e contrario von vornherein keine Parteistellung erlangen können, einem erstinstanzlichen Entscheid schutzlos ausgeliefert wären (dies jedenfalls dann, wenn man annimmt, dass solche Aktionär nicht am späteren Beschwerdeverfahren – erstmals – teilnehmen können; im Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Erw. 1.4.1 wurde diese Frage offengelassen). Selbst ein öffentliches Angebot, welches vom Bundesverwaltungsgericht nachträglich als rechtswidrig festgestellt würde, wäre für alle diese Aktionäre in Rechtskraft erwachsen. Zudem wäre es dem Anbieter möglich, denjenigen Aktionär, der Beschwerde erhoben hat, mit einer Vergleichszahlung abzufinden und damit im Ergebnis gegenüber den anderen Aktionären zu bevorzugen bzw. ungleich zu behandeln. Beides wäre stossend, systemwidrig (siehe schon Art. 26 BEHG) und würde mit grundlegenden Zielen des Börsengesetzes kollidieren, nämlich der Gleichbehandlung der Anleger und der Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte (vgl. Art. 1 Abs. 1 BEHG und Art. 1 UEV). Diese Ziele können nur erreicht werden, wenn UEK, FINMA und das Bundesverwaltungsgericht öffentliche Kaufangebote *mit Reflexwirkung auf alle Marktteilnehmer* auf ihre Gesetzeskonformität überprüfen (ebenso Lorenzo Olgiati / Nadine Schwibs, Parteistellung und Urteilswirkung im übernahmerechtlichen Beschwerdeverfahren, Besprechung des Urteils B-5272/2009 des schweizerischen Bundesverwaltungsgerichts vom 30. November 2010 in Sachen Quadrant, GesKR 2/2011, S. 252 ff.).

—



8. Verfahrensanhträge

8.1 (Unverzögliche) Veröffentlichung des Kepler-Prüfberichts

[100] Sarasin beantragt, der Kepler-Prüfbericht (mit allfälligen Ergänzungen) sei als Bestandteil des Angebotsprospekts (Art. 27 Abs. 2 und 3 UEV) gestützt auf Art. 18 Abs. 3 Satz 3 UEV unverzüglich auf der Webseite der Übernahmekommission zu veröffentlichen.

[101] Quadrant lehnt eine Publikation des Kepler-Prüfberichts ab, da dieser unter die speziellen Bewertungsaufträge gemäss Art. 29 Abs. 3 UEV falle. Für solche Bewertungsaufträge gelte die (für den kurzen Bericht zu den Prüfarbeiten vor Veröffentlichung des Angebots geltende) Publikationspflicht gemäss Art. 27 Abs. 2 UEV nicht. Quadrant gibt weiter zu bedenken, dass Kepler für ihre Prüfarbeiten Dokumente zur Verfügung gestellt worden seien, an denen Quadrant oder Dritte Geheimhaltungsinteressen geltend machen würden. Der Prüfstellenbericht enthalte zudem Aussagen, deren Veröffentlichung Quadrant in ihrer künftigen Geschäftstätigkeit stark beeinträchtigen und erheblichen Schaden zufügen könne. Dies treffe namentlich auf die Ausführungen zum nachgebildeten Rating nach Moody's sowie zur nachgebildeten Verschuldungskapazität zu.

[102] Entgegen der Auffassung von Quadrant enthält der Kepler-Prüfbericht keine Informationen, welche Rückschlüsse auf Geschäftsgeheimnisse von Quadrant zulassen würden. Eine Schädigung durch die Bekanntgabe des von Kepler nachgebildeten Ratings und der nachgebildeten Verschuldungskapazität ist ebenfalls nicht zu erwarten, da Quadrant inzwischen eine Tochtergesellschaft von MPI ist, womit sich die Finanzierungsmöglichkeiten grundlegend geändert haben.

[103] Nach dem Gesagten ist der Kepler-Bericht nach Eröffnung dieser Verfügung an die Parteien auf der Website der UEK zu veröffentlichen.

[104] Hingegen wird der Antrag von Sarasin abgewiesen, insoweit er eine *sofortige* Publikation verlangt: Die Publikation eines Prüfberichts vor dessen Prüfung durch die UEK würde keinen Sinn machen und lediglich Verwirrung stiften. Insbesondere besteht auch keine Dringlichkeit, welche eine sofortige Publikation gebieten könnte.

8.2 Durchführung einer öffentlichen Verhandlung

[105] Sarasin beantragt die Durchführung einer öffentlichen Verhandlung und macht geltend, hierauf einen Anspruch zu haben, da es im vorliegenden Verfahren um die Beurteilung von „civil rights“ im Sinne von Art. 6 Ziff. 1 EMRK gehe.

[106] Gemäss Art. 6 Ziff. 1 erster Satz EMRK hat jede Person ein Recht darauf, dass über „Streitigkeiten in Bezug auf ihre zivilrechtlichen Ansprüche und Verpflichtungen [...] von einem unabhängigen und unparteiischen, auf Gesetz beruhenden Gericht in einem fairen Verfahren, öffentlich und innerhalb angemessener Frist verhandelt wird“.



[107] Zunächst ist zweifelhaft, ob es sich bei der UEK um eine erste *gerichtliche* Instanz im Sinne der Praxis des Europäischen Gerichtshof für Menschenrechte EGMR zu Art. 6 Ziff. 1 EMRK handelt. Diese Frage kann jedoch offenbleiben, da gemäss der Praxis des EGMR überdies aussergewöhnliche Umstände das Unterbleiben einer mündlichen Verhandlung in der ersten gerichtlichen Instanz rechtfertigen können (Entscheid des Bundesgerichts 1C_457/2009 vom 23. Juni 2010 E. 3.2). Dies wird insbesondere für Entscheidungen angenommen, bei denen sich ausschliesslich rechtliche oder in hohem Mass technische Fragen stellen, unter Berücksichtigung der Anforderungen an die Verfahrensökonomie und -effizienz, wenn der Fall auf der Grundlage der Akten und der schriftlichen Stellungnahme der Parteien angemessen entschieden werden kann.

[108] Beim vorliegenden übernahmerechtlichen Verfahren handelt es sich um ein Verfahren, welches in hohem Mass technische Fragen betrifft und welches auf der Grundlage der Akten und der schriftlichen Stellungnahme der Parteien fair entschieden werden kann. Dementsprechend erhielten die Parteien auch ausreichend Gelegenheit, sich schriftlich zu äussern. Damit besteht kein Anspruch auf Durchführung einer öffentlichen Verhandlung, weshalb der diesbezügliche Antrag abzuweisen ist.

8.3 Strafanzeigen

[109] Sarasin regt in ihren Eingaben an, dass die UEK Strafanzeigen erheben solle, gegen Kepler wegen Verstosses gegen Art. 326ter StGB und gegen das Management wegen Pflichtverletzungen durch die Zielgesellschaft: unwahre oder unvollständige Angaben in der Stellungnahme des Verwaltungsrates gemäss Art. 42 lit. b BEHV-FINMA (sic; gemeint ist wohl: Art. 42 lit. b BEHG).

[110] Die UEK erkennt im vorliegenden Verfahren keinen ausreichenden Anfangsverdacht für ein strafbares Verhalten, sei es von Kepler, sei es vom Management, welcher eine Strafanzeige (oder weitere Abklärungen) gebieten würde. Sarasin ist es unbenommen, selbst Strafanzeige einzureichen.

—

9. Publikation

[111] Die vorliegende Verfügung wird nach Eröffnung an die Parteien auf der Website der UEK veröffentlicht (Art. 33a BEHG i.V.m. Art. 65 Abs. 1 UEV).

—

10. Gebühr

[112] Mit dem Urteil des Bundesverwaltungsgerichts, Dispositivziffer 1, wurden die Dispositivziffer 1 der Verfügung 410/01 der UEK vom 29. Mai 2009 und die Dispositivziffern 1 und 2 der Verfügung 410/02 der UEK vom 16. Juni 2009 aufgehoben, soweit die Beschwerdeführerin davon betroffen war, und die Sache an die UEK zurückgewiesen. Damit sind e contrario die Dispositivziffer 3 der Verfügung 410/01 der UEK vom 29. Mai 2009 und die Dispositivziffer 3 der Verfü-



gung 410/02 der UEK vom 16. Juni 2009, welche die Gebühr zu Lasten von Aquamit mit CHF 80'900 festsetze, in Rechtskraft erwachsen.

[113] Gemäss Art. 69 Abs. 3 Satz 2 UEV kann die Gebühr in besonderen Fällen je nach Umfang und Schwierigkeit der Transaktion um bis zu 50 % vermindert oder erhöht werden. Die Möglichkeit der Erhöhung wurde durch die Änderung vom 26. Februar 2010 eingefügt, welche am 1. Januar 2010 in Kraft getretenen ist. Sie ist nach dem allgemeinen intertemporalrechtlichen Grundsatz, wonach Verfahrensrecht ab sofort zu beachten ist (vgl. Frank Seethaler / Fabia Bochsler, in: Waldmann/Weissenberger, Praxiskommentar VwVG, Art. 81 Rn 6 mit Hinweisen), auch auf das vorliegende Verfahren anwendbar.

[114] Da der UEK seit der Rückweisung der Angelegenheit durch das Bundesverwaltungsgericht am 30. November 2010 ein erheblicher Aufwand erwachsen ist (unter anderem ergingen zwei weitere publizierte und zahlreiche nicht publizierte verfahrensleitende Verfügungen), welcher auf die durch die Bewertung der Nebenleistungen zurückzuführenden ausserordentlichen Schwierigkeiten zurückzuführen ist, wird gestützt auf Art. 69 Abs. 3 UEV zulasten von Aquamit eine zusätzliche Gebühr von CHF 40'450 erhoben, mithin zusätzlich 50 % der bereits erhobenen Gebühr.

[115] Gemäss Art. 69 Abs. 5 UEV kann die Übernahmekommission in besonderen Fällen, namentlich wenn die Zielgesellschaft oder ein qualifizierter Aktionär der Übernahmekommission besondere Arbeit verursacht, auch die Zielgesellschaft oder den qualifizierten Aktionär zur Entrichtung einer Gebühr verpflichten. Diese beträgt mindestens 20'000 Franken, höchstens aber die Gebühr, die der Anbieter zu bezahlen hat.

[116] Vorliegend hat Sarasin als qualifizierte Aktionärin mit ihren zahlreichen Anträgen und umfangreichen Rechtsschriften (z.B. umfasste die Eingabe vom 7. September 2012 88 Seiten samt vier Beilagen im Umfang von insgesamt 55 Seiten, diejenige vom 26. Oktober 2012 58 Seiten samt 14 Beilagen im Umfang von insgesamt 162 Seiten) besondere Arbeit verursacht und zur ausserordentlichen Dauer des Verfahrens beigetragen. Unter anderem musste die UEK per Verfügung über Anträge von Sarasin entscheiden, welche die Einsetzung eines Sachverständigen (vgl. Erw. 1: nicht publizierte verfahrensleitende Verfügung vom 17. Januar 2011, Erw. 2 und 3; nicht publizierte verfahrensleitende Verfügung vom 6. April 2011, Erw. 6; Verfügung 410/03 vom 5. Juli 2011 AG, Erw. 1.1; Verfügung 410/04) und die Akteneinsicht betrafen (vgl. Sachverhalt lit. D: verfahrensleitende Verfügung vom 17. Januar 2011), wobei diese Anträge jeweils abgewiesen wurden. Kommt hinzu, dass sich anhand des Kepler-Prüfberichts gezeigt hat, dass der von Aquamit angebotenen Angebotspreis von CHF 86 von Anfang an übernahmerekonform war und Sarasin mit seinem zentralen Begehren, der Angebotspreis sei wegen eines Verstosses gegen die Mindestpreisvorschriften zu erhöhen, unterliegt. Vor diesem Hintergrund erscheint es angemessen, zulasten von Sarasin eine Gebühr zu erheben, welche derjenigen entspricht, die von der Anbieterin insgesamt erhoben wurde, also von CHF 121'350 (CHF 80'900 gemäss Dispositiv-Ziff. 3 der Verfügung 410/02 vom 16. Juni 2009 plus CHF 40'450 gemäss dieser Verfügung).

—



Die Übernahmekommission verfügt:

1. Es wird festgestellt, dass der von Aquamit B.V., Amsterdam, im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots an die Aktionäre der Quadrant AG, Lenzburg, gebotene Angebotspreis in der Höhe von CHF 86.00 den Mindestpreisvorschriften für öffentliche Kaufangebote entsprach.
2. Die vorliegende Verfügung wird, zusammen mit dem Prüfbericht von Kepler Capital Markets SA vom 9. Oktober 2012, nach Eröffnung an die Parteien auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.
3. Die übrigen Anträge werden abgewiesen.
4. Die Gebühr zu Lasten von Aquamit B.V., Amsterdam, beträgt CHF 40'450.
5. Die Gebühr zulasten von Sarasin Investmentfonds AG, Basel, beträgt CHF 121'350.

Der Präsident:

Prof. Luc Thévenoz
—

Diese Verfügung ergeht an die Parteien:

- Sarasin Investmentfonds AG, vertreten durch Paul Bürgi, Buis Bürgi AG / PD Dr. Urs Schenker, Baker & McKenzie Zürich, c/o Paul Bürgi, Buis Bürgi AG;
- Quadrant AG, vertreten durch Dr. Dieter Dubs und Dr. Mariel Hoch Classen, Bär & Karrer AG;
- Aquamit B.V., vertreten durch Dr. Rudolf Tschäni und Tino Gaberthüel, Lenz & Staehelin.

Mitteilung an:

- Kepler Capital Markets SA

Rechtsmittelbelehrung:

Beschwerde (Art. 33c des Börsengesetzes, SR 954.1):

Gegen diese Verfügung kann innerhalb von fünf Börsentagen Beschwerde bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA), Einsteinstrasse 2, CH-3003 Bern erhoben werden. Die Frist beginnt am ersten Börsentag nach Eröffnung der Verfügung per Telefax oder auf elektronischem Weg zu laufen. Die Beschwerde hat den Erfordernissen von Art. 33c Abs. 2 BEHG und Art. 52 VwVG zu genügen.
—