

Lorenzo Olgiati / Nadin Schwibs\*

## Parteistellung und Urteilswirkung im übernahmerechtlichen Beschwerdeverfahren

Besprechung des Urteils B-5272/2009 des schweizerischen Bundesverwaltungsgerichts vom 30. November 2010 in Sachen Quadrant

### Inhaltsübersicht

- I. Sachverhalt
- II. Erwägungen und Entscheid
  1. Vorinstanzen
  2. Bundesverwaltungsgericht
    - 2.1 Beschwerdelegitimation
    - 2.2 Aufgabe und Stellung der Prüfstelle
    - 2.3 Berechnung des Mindestpreises
    - 2.4 Entscheid
- III. Bemerkungen und Bedeutung für die Praxis
  1. Allgemeine Bemerkungen
  2. Parteistellung der Aktionäre im übernahmerechtlichen Instanzenzug
  3. Aufgabe und Stellung der Prüfstelle im Übernahmeverfahren
  4. *Inter-partes*- oder *erga-omnes*-Wirkung des Bundesverwaltungsgerichtsurteils?

### Kernsätze

1. In Übernahmesachen ist die qualifizierte Aktionärin zur Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht auch dann legitimiert, wenn sie bei Beschwerdeerhebung oder Urteilseröffnung weniger als die börsengesetzlich vorgesehenen 2 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft hält. Vor Bundesverwaltungsgericht bestimmt sich die Beschwerdelegitimation ausschliesslich nach dem Verwaltungsverfahrensgesetz, insbesondere Art. 48 lit. 1 VwVG. Die Frage der Beschwerdebefugnis von Kleinaktionären, die aufgrund der börsengesetzlichen 2 %-Schwelle keine Möglichkeit zur Teilnahme am vorinstanzlichen Verfahren hatten, wird ausdrücklich offen gelassen.

2. Die Praxis, wonach UEK und FINMA nicht alle Sachverhaltsabklärungen selbst vornehmen müssen, sondern sich auf die Prüfung des Angebots durch die Prüfstelle nach Art. 25 BEHG abstützen können, wird vom Bundesverwaltungsgericht bestätigt. Neu muss die Prüfstelle im Rahmen der Prüfung des Preises des vorausgegangenen Erwerbs jede Zusatzleistung im Sinne von Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA einzeln bewerten und darf sich nicht auf die pauschale Feststellung be-

schränken, dass das Verhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung ausgeglichen sei. Die Begründung der Prüfungsergebnisse der Prüfstelle muss den Anforderungen an einen gerichtlich oder behördlich bestellten Gutachter genügen. UEK und, wo angerufen, FINMA haben sodann konsequent zu prüfen, ob diese Begründung, einschliesslich Bewertung, der Prüfstelle transparent, plausibel und nachvollziehbar ist.

3. Das Bundesverwaltungsgericht geht von der *inter-partes*-Wirkung seines Urteils aus. Die Rechtsauf-fassung, wonach die Verfügung der Vorinstanz nur ungeteilt und mit Wirkung für sämtliche Aktionäre angefochten werden kann, ist daher unzutreffend. Die beschwerdeführende Aktionärin ist nur insoweit zur Beschwerde legitimiert, als sie selbst durch das angefochtene Angebot individuell betroffen ist. Bei etwaiger Gutheissung der Beschwerde und Erhöhung des Angebotspreises wäre eine Nachzahlung auf die beschwerdeführende Aktionärin beschränkt.

### I. Sachverhalt

Im Mai 2009 lancierte Aquamit B.V., Amsterdam, (Aquamit) ein freundliches Übernahmeangebot für alle im Publikum befindlichen Namenaktien der an der SIX Swiss Exchange kotierten Quadrant AG, Lenzburg, (Quadrant). Hinter Aquamit und dem Übernahmeangebot standen die japanische Mitsubishi Plastics, Inc., Tokyo, (Mitsubishi Plastics) und vier der damaligen Verwaltungsräte und Aktionäre von Quadrant (Quadrant Management). In Vorbereitung des Übernahmeangebots hatten Mitsubishi Plastics und das Quadrant Management am 1. Mai 2009 einen Rahmenvertrag (Framework Agreement) und einen Joint-Venture-Vertrag (JV Agreement) abgeschlossen. Gestützt darauf wurden gleichentags insbesondere die folgenden vier Transaktionsschritte vorgenommen: (i) Gründung des JV-Unternehmens Aquamit durch das Quadrant Management mittels Sacheinlage von 433'019 Quadrant-Aktien und 113'500 Verwaltungsratsoptionen auf Quadrant-Aktien; (ii) Erwerb von 50 % der Aquamit-Aktien durch Mitsubishi Plastics vom Quadrant Management zu

\* Dr. iur. Lorenzo Olgiati, LL.M. und Nadin Schwibs, M.A. HSG in Law, beide Rechtsanwälte bei Schellenberg Wittermer in Zürich.

einem Preis von CHF 25'710'822.75, entsprechend einem Preis pro Quadrant-Aktie von CHF 114.50 und CHF 16.22 pro Verwaltungsoption; (iii) Verpflichtung von Mitsubishi Plastics zur Finanzierung von Aquamit bzw. indirekt Quadrant mittels Darlehen von bis zu CHF 50 Mio. und zweier Wandelanleihen in der Höhe von bis zu CHF 236 Mio. bzw. rund CHF 173.5 Mio. sowie (iv) Einräumung einer Put- und Call-Option zugunsten des Quadrant Managements betreffend dessen bzw. Mitsubishi Plastics' Aquamit-Aktien, ausübbar, falls die Finanzierung von Aquamit durch Mitsubishi Plastics nach dem 30. Juni 2014 nicht weitergeführt würde (sog. Founders' Rights).<sup>1</sup>

Ebenfalls mit Datum vom 1. Mai 2009 schlossen die Anbieterin Aquamit und die Zielgesellschaft Quadrant eine Transaktionsvereinbarung ab, in welcher insbesondere der Kontrollwechsel und die anschliessende Dekotierung der Quadrant-Aktien vereinbart wurden. Daneben erwarb Aquamit 159'515 von Quadrant gehaltene, eigene Aktien zum Wert von je CHF 86.– pro Aktie. Schliesslich übernahm Aquamit von Dritten in weiteren Transaktionen insgesamt 306'052 Quadrant-Aktien zum Preis von je CHF 104.50 pro Aktie.<sup>2</sup>

Nach Voranmeldung am 4. Mai 2009 veröffentlichte Aquamit den Angebotsprospekt für alle ausstehenden Aktien von Quadrant am 2. Juni 2009. Zu dieser Zeit verfügte Aquamit über 21,54 % der Quadrant-Aktien sowie über Verwaltungsoptionen, die zum Bezug von weiteren 4,13 % Quadrant-Aktien berechtigten.<sup>3</sup>

Der Angebotspreis betrug CHF 86.–, was einer Prämie von 57,8 % gegenüber dem volumengewichteten Durchschnittskurs der Quadrant-Aktie während den letzten sechzig Börsentagen vor der Publikation der Voranmeldung entsprach. Der Angebotspreis lag zudem 24,9 % unter dem Preis pro Quadrant-Aktie, den Mitsubishi Plastics indirekt beim Kauf von 50 % der Aquamit-Aktien an das Quadrant Management gezahlt hatte (CHF 114.50) und der gemäss Angebotsprospekt den höchsten Preis pro Quadrant-Aktie darstellte, der von Aquamit in den vorangegangenen 12 Monaten bezahlt worden war.<sup>4</sup>

Mit Bericht vom 28. Mai 2009 bestätigte die Prüfstelle, dass der von Aquamit vorgelegte Angebotsprospekt den gesetzlichen Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote entspreche, insbesondere auch hinsichtlich der Bestimmungen über die Mindestpreisvorschriften. Dies bestätigte die Übernahmekommission (UEK) mit Verfügung 410/01 vom 29. Mai 2009.<sup>5</sup>

Unmittelbar nach der Publikation des Angebotsprospekts erhielt Sarasin Investmentfonds AG (Sarasin) als qualifizierte Aktionärin mit 2,18 % der Aktien und Stimmrechte der Zielgesellschaft auf ihr Gesuch hin Parteistellung und Akteneinsicht.<sup>6</sup>

Mit Eingabe vom 9. Juni 2009 erhob Sarasin sodann Einsprache gegen die Verfügung 410/01 der UEK. Darin verlangte sie in mehreren alternativen Anträgen eine Erhöhung des Angebotspreises von CHF 86.– pro Quadrant-Aktie. Im Einzelnen sollte nach Ansicht von Sarasin der Angebotspreis erhöht werden auf (i) den Preis, der für eine potentielle Rücknahme von bestehenden Verwaltungsoptionen durch die Gesellschaft zu bieten ist; dies in Anwendung der Best Price Rule (CHF 187.25), *eventualiter* auf (ii) 75 % des Aktienwerts, der sich aus dem Erwerb der vom Quadrant Management in Aquamit eingebrachten Verwaltungsoptionen zu CHF 16.22 ergibt (CHF 174.38) oder, falls höher, (iii) 75 % des höchsten in den letzten 12 Monaten bezahlten Preises, welcher unter Berücksichtigung der zu Verkehrswerten bewerteten Zusatzleistungen zu bestimmen sei, die das Quadrant Management von Mitsubishi Plastics im Zusammenhang mit dem Verkauf von 50 % der Aquamit-Aktien erhielt, insbesondere Finanzierungsleistungen, Founders' Rights, etc.<sup>7</sup>

Die UEK wies die Einsprache von Sarasin mit Verfügung 410/02 vom 16. Juni 2009 ab. Gegen diese Verfügung erhob Sarasin am 23. Juni 2009 Beschwerde bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA, welche ebenfalls abgewiesen wurde (Verfügung vom 8. Juli 2009).<sup>8</sup>

Gegen den Beschwerdeentscheid der FINMA erhob Sarasin am 19. August 2009 Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht. Im Wesentlichen mit der gleichen Begründung wie vor UEK und FINMA beantragte Sarasin, die Verfügung der FINMA sei aufzuheben und (i) der Angebotspreis des öffentlichen Angebotes von Aquamit für sämtliche Quadrant-Aktien auf mindestens CHF 246.44 anzuheben, *eventualiter* sei (ii) die angefochtene Verfügung aufzuheben und die Sache zur Feststellung des Sachverhalts und zur neuen Beurteilung an die Vorinstanz zurückzuweisen.<sup>9</sup>

<sup>1</sup> Urteil B-5272/2009, A. und B.

<sup>2</sup> Urteil B-5272/2009, A.

<sup>3</sup> Urteil B-5272/2009, B. und F.

<sup>4</sup> Urteil B-5272/2009, F.

<sup>5</sup> Urteil B-5272/2009, D. und E.

<sup>6</sup> Urteil B-5272/2009, C. und G.

<sup>7</sup> Urteil B-5272/2009, H.

<sup>8</sup> Urteil B-5272/2009, J., K. und M.

<sup>9</sup> Urteil B-5272/2009, O.

## II. Erwägungen und Entscheid

### 1. Vorinstanzen

Sowohl die UEK als auch die FINMA kamen zum Schluss, dass der Angebotspreis von CHF 86.– angemessen sei. Sie verwarfen zunächst die Behauptung, dass die eventuelle Rücknahme der Verwaltungsratsoptionen unter dem bereits seit längerem bestehenden Optionsplan die Anwendung der Best Price Rule auslösen würde. Des Weiteren hielten sie fest, dass die Prüfstelle die in Aquamit eingebrachten Optionen zutreffend bewertet habe und eine (Neu-)Bewertung durch eine unabhängige Prüfstelle nicht erforderlich sei.<sup>10</sup>

Sarasins weitere Behauptung, dass das Quadrant Management bisher nicht bewertete Zusatzleistungen im Rahmen eines vorgängigen Erwerbs erhalten habe, die bei der Festlegung des Mindestpreises zu berücksichtigen seien, wurde ebenfalls als unbegründet abgewiesen. Nach Ansicht der UEK zeichnet sich das Joint Venture durch ein Bündel von gegenseitigen Leistungen verschiedenster Art unter den Partnern aus, welche nicht isoliert betrachtet werden dürften.<sup>11</sup> Die FINMA hielt zudem fest, dass es sich nicht nur um eine finanzielle Transaktion, sondern auch um eine strategische und operationelle Partnerschaft handle und anzunehmen sei, dass Mitsubishi Plastics das Joint Venture ohne die Mitwirkung des Quadrant Managements nicht eingegangen wäre.<sup>12</sup> Beide Vorinstanzen stellten fest, dass es im Ergebnis keine weiteren wesentlichen Leistungen im Sinne von Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA gebe, die durch die Prüfstelle zu bewerten wären und einen Einfluss auf den Angebotspreis haben könnten.<sup>13</sup>

### 2. Bundesverwaltungsgericht

Das Bundesverwaltungsgericht erlässt zum ersten Mal seit Inkrafttreten des revidierten Übernahmerechts am 1. Januar 2009 ein Urteil als letztinstanzliches Gericht in Übernahmesachen.

#### 2.1 Beschwerdelegitimation

In formeller Hinsicht untersucht das Gericht zunächst, ob Sarasin überhaupt zur Beschwerdeführung legitimiert ist, da sie im Zeitpunkt der Beschwerdeerhebung nur noch über eine Beteiligung von 100 Aktien, entsprechend 0,0036 % der Stimmrechte von Quadrant, verfügt. Sowohl Anbieterin und Zielgesellschaft als auch die hierzu angehörten Vorinstanzen machen geltend, dass die Parteistellung entfallen sei, als Sarasin

ihre Aktien im Rahmen des öffentlichen Angebots andiente. Auch im Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht gelte das spezialgesetzliche Erfordernis von Art. 33b Abs. 3 BEHG, wonach nur Aktionäre mit mindestens 2 % der Stimmrechte Parteistellung beanspruchen könnten.<sup>14</sup>

Dieser Argumentation folgt das Bundesverwaltungsgericht nicht und tritt auf die Beschwerde ein. Zur Begründung hält es fest, dass im einschlägigen Art. 33d BEHG betreffend das Beschwerdeverfahren vor Bundesverwaltungsgericht der Verweis auf die 2 %-Schwelle fehle. Dies im Gegensatz zu den börsengesetzlichen Bestimmungen zum Verfahren vor der UEK und der FINMA in Art. 33b und 33c BEHG, welche dieses Erfordernis explizit vorsähen. Das Bundesverwaltungsgericht sieht darin einen bewussten Entscheid des historischen Gesetzgebers für eine Differenzierung.<sup>15</sup> Entsprechend unterscheidet sich die Beschwerdelegitimation vor Bundesverwaltungsgericht von der Parteistellung vor UEK und FINMA, und das Erfordernis des Haltens von 2 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft entfalle. Dies sei auch zwingend gemäss übergeordnetem Verfassungsrecht geboten; die Beschwerde eines qualifizierten Aktionärs falle in den Schutzbereich der Rechtsweggarantie nach Art. 29a BV.<sup>16</sup>

#### 2.2 Aufgabe und Stellung der Prüfstelle

Vor dem Hintergrund der Rüge, die Vorinstanzen hätten durch das alleinige Abstellen auf die Aussagen der Anbieterin und der Prüfstelle den Untersuchungsgrundsatz verletzt, geht das Bundesverwaltungsgericht sodann auf die Aufgabe und Stellung der Prüfstelle nach Art. 25 BEHG ein. Es kommt zum Schluss, dass die Prüfstelle trotz Mandatierung durch die Anbieterin im Übernahmeverfahren eine öffentliche Aufgabe erfülle. Primär habe sie das Angebot auf seine Gesetzeskonformität zu prüfen. Dabei sei sie verpflichtet, eine neutrale Position einzunehmen.<sup>17</sup>

Gestützt auf die gesetzlich vorgesehene Aufgabendelegation zwischen der Prüfstelle und der UEK bzw. FINMA müssten UEK und FINMA nicht alle Sachverhaltsabklärungen selbst vornehmen. Sie dürften sich auf die entsprechende Prüfung des Angebots durch die Prüfstelle abstützen. UEK und FINMA hätten sich jedoch zu vergewissern, dass die Abklärungen der Prüfstelle sorgfältig und umfassend durchgeführt wurden. Insbesondere sei zu prüfen, ob die Ausführungen der Prüfstelle zur Bewertung «transparent, plausibel und nachvollziehbar» seien.<sup>18</sup>

<sup>10</sup> Urteil B-5272/2009, J. und M.

<sup>11</sup> Urteil B-5272/2009, J.

<sup>12</sup> Urteil B-5272/2009, M.

<sup>13</sup> Urteil B-5272/2009, J. und M.

<sup>14</sup> Urteil B-5272/2009, E. 1.3.

<sup>15</sup> Siehe zum Ganzen Urteil B-5272/2009, E. 1.3.1 – 1.3.7.

<sup>16</sup> Urteil B-5272/2009, E. 1.3.6 – 1.3.7.

<sup>17</sup> Urteil B-5272/2009, E. 2.2.

<sup>18</sup> Urteil B-5272/2009, E. 2.3.

### 2.3 Berechnung des Mindestpreises

Im Lichte der Erwägungen zu den Anforderungen an die Ausführungen der Prüfstelle bestätigt das Bundesverwaltungsgericht mit einlässlicher Begründung die Ansicht der Vorinstanzen, dass weder ein eventueller Rückkauf von Verwaltungsratsoptionen unter dem bestehenden Optionsplan für die Bestimmung des Mindestpreises zu berücksichtigen<sup>19</sup> noch eine Neubewertung der vom Quadrant Management in die Aquamit eingebrachten Optionen angezeigt sei.<sup>20</sup>

Ausserdem stellt es in Ablehnung der neuen Vorbringen der Anbieterin und der Zielgesellschaft fest, dass der vorausgegangene Erwerb von Aquamit-Aktien durch Mitsubishi Plastics vom Quadrant Management einen indirekten Erwerb von Quadrant-Aktien darstelle und daher für die Mindestpreisbestimmung relevant sei, und zwar ungeachtet dessen, dass das Quadrant Management Teil der Anbietergruppe bilde.<sup>21</sup>

Der Hauptteil der Erwägungen bezieht sich auf die Rüge des qualifizierten Aktionärs Sarasin, wonach das Quadrant Management Zusatzleistungen im Rahmen eines vorausgegangenen Erwerbs erhalten habe, die bei der Festlegung des Mindestpreises zu Unrecht nicht berücksichtigt worden seien.<sup>22</sup> Als Zusatzleistungen in Frage stehen insbesondere: (i) die vorteilhaften Finanzierungsbedingungen von Mitsubishi Plastics gegenüber Aquamit und Quadrant, (ii) die Founders' Rights des Quadrant Management gemäss dem Joint Venture Agreement (Put- bzw. Call-Option) sowie, als Gegenleistung, (iii) der Know-how-Transfer und die Managementleistungen des Quadrant Managements an das JV Aquamit.

Das Bundesverwaltungsgericht prüft detailliert, ob die genannten Leistungen und Gegenleistungen bei der Bestimmung des höchsten Preises des vorangegangenen Erwerbs hätten berücksichtigt werden sollen bzw. angemessen berücksichtigt wurden. Gemäss Feststellungen des Gerichts hat die Prüfstelle bei ihrer Beurteilung der vertraglichen (Zusatz-)Leistungen der zwei Joint Venture Parteien zu Unrecht ein ausgewogenes Verhältnis angenommen, indem sie «in mehreren Punkten von einem unzutreffenden Sachverhalt, unrichtigen rechtlichen Prämissen oder nicht plausiblen bzw. nicht nachvollziehbaren Überlegungen ausgegangen»<sup>23</sup> ist. In Bezug auf allfällige Gegenleistungen des Quadrant Managements mangle es sodann an einer nachvollzieh-

baren Sachverhaltsfeststellung sowie einer eigentlichen Bewertung.

### 2.4 Entscheid

Insgesamt heisst das Bundesverwaltungsgericht die Beschwerde von Sarasin teilweise gut und hebt in diesem Umfang und nur, soweit Sarasin selbst durch das Angebot betroffen ist, die FINMA-Entscheidung vom 8. Juli 2009 sowie Teile der Verfügungen 410/01 und 410/02 der UEK auf. Es weist die Sache an die Erstinstanz, d.h. die UEK, zurück, damit diese im Sinne des Urteils und in Ausübung ihres Ermessensspielraums den Angebotspreis erneut auf seine Angemessenheit überprüfe bzw. durch eine Prüfstelle überprüfen lasse.<sup>24</sup>

Das Gericht widerspricht damit der Annahme der Parteien, dass die vorinstanzlichen Verfügungen «mit Wirkung für sämtliche Aktionäre» angefochten werden könnten und konstatiert: «Auch im Verwaltungsrecht gilt indessen, dass die direkte Rechtskraftwirkung von Gerichtsurteilen sich grundsätzlich nur auf die Parteien des betreffenden Verfahrens erstreckt».<sup>25</sup> Infolgedessen könne das Verfügungsdispositiv der FINMA, welches das Angebot als Ganzes zum Gegenstand hatte, ohne Weiteres gegenüber den Adressaten, welche es nicht angefochten haben, in Rechtskraft erwachsen.<sup>26</sup>

## III. Bemerkungen und Bedeutung für die Praxis

### 1. Allgemeine Bemerkungen

Mit «Quadrant/Sarasin» findet ein Fall den Weg bis vor das Bundesverwaltungsgericht,<sup>27</sup> der Anlass für den Entscheid grundlegender Fragen des Übernahmerechts, insbesondere der neuen Verfahrensordnung, bietet.<sup>28</sup> Das Gericht legt denn auch in einem fast 80-seitigen

<sup>19</sup> Urteil B-5272/2009, E. 12.4.

<sup>20</sup> Insbesondere hält es die Anwendung der Black-Scholes-Methode, entgegen Sarasins gutachterlich begründeter Rüge, für angemessen; Urteil B-5272/2009, E. 5.5.

<sup>21</sup> Urteil B-5272/2009, E. 4.8.

<sup>22</sup> Siehe zum Ganzen Urteil B-5272/2009, E. 4.1 – 4.8.

<sup>23</sup> Urteil B-5272/2009, E. 13.

<sup>24</sup> Urteil B-5272/2009, E. 13.

<sup>25</sup> Mit Verweis auf einen neueren bundesgerichtlichen Entscheid, seine eigene Rechtsprechung sowie verwaltungsverfahrensrechtliche Standardliteratur.

<sup>26</sup> Urteil B-5272/2009, E. 1.4.3.

<sup>27</sup> Das Bundesverwaltungsgericht ist zuständig für die Beurteilung von Beschwerden gegen Entscheide der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA in Übernahmesachen (Art. 31 des Bundesgesetzes über das Bundesverwaltungsgericht vom 17. Juni 2005 [SR 173.32, VGG] i.V.m. Art. 5 Abs. 2 des Bundesgesetzes über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968 [SR 172.021, VwVG] und Art. 33 lit. e VGG i.V.m. Art. 33d Abs. 1 BEHG).

<sup>28</sup> Das Bundesverwaltungsgericht war jedoch bereits zuvor einmal in der Sache Harwanne Compagnie de participations industrielles et financières SA angerufen worden. Mit Zwischenverfügung B-2414/2009 vom 11. Mai 2009 wies es den Antrag der Anbieterin auf Erlass einer vorsorglichen Massnahme ab. In der Folge zog die Anbieterin ihre Beschwerde beim Bundesverwaltungsgericht zurück. Vgl. dazu FLAVIO ROMERIO/FRANK GERHARD, Harwanne – Erster Testfall für die neue Verfahrensordnung im Übernahmerecht, GesKR 2009, 355 ff.

Entscheid ein eigentliches Grundsatzurteil im Recht der öffentlichen Übernahmen vor, das mit einigen überraschenden Erkenntnissen aufwartet.

Für die Beschwerdeführerin Sarasin stellt der Entscheid einen – für manchen Beobachter wohl unerwarteten – Etappensieg dar. Ob allerdings am Ende tatsächlich, wie von Sarasin von Anfang an gefordert, auf Erhöhung des Preises des vorangegangenen Erwerbs und damit des Angebotspreises erkannt wird, bleibt abzuwarten. Die erneute Überprüfung durch die UEK wird angeordnet, weil das Bundesverwaltungsgericht erhebliche Mängel in der Sachverhaltsermittlung, einschliesslich Bewertung, durch die Prüfstelle und die Vorinstanzen moniert hat. Gleichzeitig betont das Gericht jedoch, dass der Prüfstelle und UEK grundsätzlich ein erhebliches Ermessen zustehe, soweit sie die für den Entscheid wesentlichen Gesichtspunkte geprüft und die erforderlichen Abklärungen sorgfältig und umfassend durchgeführt haben. Es ist somit durchaus denkbar, dass die UEK auch nach der neuerlichen Prüfung zu einem unveränderten Ergebnis ohne Erhöhung des Angebotspreises gelangt, auch wenn der neuen Beurteilung eine umfassendere Sachverhaltsabklärung und sorgfältigere Bewertung zugrunde liegen mögen.<sup>29</sup>

Als noch bemerkenswerter als der Sachentscheid erweisen sich im vorliegenden Fall mehrere verfahrensrechtliche Entscheide des Bundesverwaltungsgerichts, die für künftige Beschwerdeverfahren und deren Verfahrensbeteiligte von grundlegender Bedeutung sind. Diese sind im Folgenden näher zu beleuchten.

## 2. Parteistellung der Aktionäre im übernahmerechtlichen Instanzenzug

Das Bundesverwaltungsgericht prüft vorab im Sinne einer Prozessvoraussetzung, ob Sarasin zur Beschwerde legitimiert ist. Sowohl die Anbieterin und die Zielgesellschaft als auch die Vorinstanzen bestreiten dies, weil Sarasin – anders als noch vor den Vorinstanzen – nicht mehr über mindestens 2 % der Stimmrechte verfügt, sondern im Rahmen des Angebots fast alle ihre Aktien der Anbieterin angedient hat. Folgt man dieser Argumentation, so sind Art. 33b BEHG sowie Art. 57 Abs. 4 i.V.m. Art. 56 Abs. 3 UEV auch im Beschwerdeverfahren vor Bundesverwaltungsgericht anwendbar. Dies bedeutet, dass die Parteistellung der qualifizierten Aktionärin entfällt, wenn sie nicht während der gesamten Verfahrensdauer mindestens 2 % der Stimmrechte der Zielgesellschaft hält.

Dem widerspricht das Bundesverwaltungsgericht mit gutem Grund. Es statuiert, dass sich die Frage der Be-

schwerdelegitimation ausschliesslich nach dem Verwaltungsverfahrensgesetz richtet. Nicht massgeblich ist dabei, ob der qualifizierte Aktionär im Zeitpunkt der Beschwerdeerhebung oder Urteilseröffnung einen bestimmten Mindestanteil an Aktien bzw. Stimmrechten der Zielgesellschaft hält.<sup>30</sup>

Der auf gründlicher grammatikalischer, historischer und systematischer Auslegung basierende Schluss des Gerichts, wonach der Gesetzgeber die Anforderungen an die Beschwerdelegitimation vor Bundesverwaltungsgericht von den Zugangsvoraussetzungen zum Verfahren vor UEK und FINMA bewusst unterscheiden wollte, überzeugt.<sup>31</sup> Der Gesetzgeber wollte insbesondere den verfassungsmässigen Anspruch des Aktionärs auf Zugang zu einem Gericht gemäss Art. 29a BV (Rechtsweggarantie) respektieren. Dieses Ergebnis ist aber auch mit Blick auf die Folgen des Entzugs der aufschiebenden Wirkung der Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht gemäss Art. 33d Abs. 2 BEHG folgerichtig und sachgerecht.<sup>32</sup> So wäre es dem beschwerdeführenden qualifizierten Aktionär verwehrt, dem Anbieter im Rahmen des kraft Art. 33d Abs. 2 BEHG weiterlaufenden Angebots seine Beteiligung an der Zielgesellschaft anzudienen; damit wäre die Beschwerdeführung mit einem substantiellen wirtschaftlichen Risiko verbunden.

In Fortführung dieses Gedankens wirft das Bundesverwaltungsgericht sodann selber die praktisch bedeutsame Frage auf, ob Art. 48 Abs. 1 lit. a VwVG (wonach beschwerdebefugt ist, wer am Verfahren vor der Vorinstanz teilgenommen oder keine Möglichkeit zur Teilnahme erhalten hat) auch Fälle abdeckt, in denen ein Beschwerdeführer an den vorinstanzlichen Verfahren deshalb nicht teilgenommen hatte, weil ihm die Parteistellung und Beschwerdeberechtigung spezialgesetzlich verwehrt war. Es fragt sich also konkret, ob allenfalls auch Kleinaktionäre, welche nie über einen Stimmrechtsanteil von 2 % an der Zielgesellschaft verfügt haben, gestützt auf Art. 48 Abs. 1 VwVG beschwerdebefugt wären.

<sup>30</sup> Urteil B-5272/2009, E. 1.3.7.

<sup>31</sup> Offenbar gl.M. DIETER GERICKE/KARIN WIEDMER, Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), Zürich 2011, Art. 56 N 16.

<sup>32</sup> Wenngleich dies offensichtlich dem Verständnis der UEK widerspricht, wie sie es in ihrer Stellungnahme im Vernehmlassungsverfahren zur Änderung des BEHG betreffend Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 8. Juli 2010 geäussert hat; dort regt sie an, Art. 33d BEHG durch einen Verweis auf eine ebensolche Anwendbarkeit der Absätze 2, 3 (und ggf. 4) des Art. 33b BEHG auf das Verfahren vor Bundesverwaltungsgericht zu ergänzen; vgl. Ergänzung der Stellungnahme der UEK vom 8. Juli 2010 betreffend Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch), 3 (abrufbar unter [www.takeover.ch](http://www.takeover.ch)). Die Botschaft des EFD zur Revision der Regulierung im Bereich Börsendelikte und Marktmissbrauch wurde vom Bundesrat auf Frühjahr 2011 in Auftrag gegeben. Es bleibt abzuwarten, ob der UEK-Vorschlag vom EFD aufgenommen wird, zumal sich kein Hinweis darauf in dessen Bericht über die Vernehmlassungsergebnisse vom September 2010 findet.

<sup>29</sup> Vgl. Urteil B-5272/2009, E. 5.1, 7.4. Die neue Verfügung der UEK liegt im Zeitpunkt der Drucklegung dieses Beitrages im Mai 2011 noch nicht vor.

Die Frage wird im vorliegenden Fall vom Gericht offen gelassen, da Sarasin am vorinstanzlichen Verfahren teilgenommen hatte, bleibt aber für zukünftige Verfahren brisant. Dies umso mehr, als bei Aktionären mit weniger als 2 % der Stimmrechte die weiteren von Art. 48 Abs. 1 VwVG statuierten Voraussetzungen für die Beschwerdelegitimation, die besondere Berührung durch die angefochtene Verfügung (lit. b)<sup>33</sup> und das Rechtsschutzinteresse (lit. c),<sup>34</sup> stets gleichermassen wie bei qualifizierten Aktionären erfüllt sein dürften.<sup>35</sup>

Nach Art. 48 Abs. 1 lit. a VwVG ist auch beschwerdebefugt, wer keine Möglichkeit erhalten hat, am Vorverfahren teilzunehmen. Dieser Fall wäre insbesondere dann anzunehmen, wenn es dem betroffenen Beschwerdeführer, – hier konkret dem Kleinaktionär – wegen eines Fehlers der Behörde oder aus anderen Gründen verwehrt war, sich als Partei zu konstituieren, obwohl er dazu befugt gewesen wäre.<sup>36</sup>

Im Rahmen des Übernahmeverfahrens wird dem Kleinaktionär die Parteistellung und Beschwerdeberechtig-

ung in den vorinstanzlichen Verfahren vor der UEK und der FINMA durch Art. 33b und 33c BEHG explizit verwehrt. Dem Kleinaktionär wird im Übernahmeverfahren somit nicht etwa gesetzwidrig von einer Behörde die Gelegenheit vorenthalten, am Vorverfahren teilzunehmen. Vielmehr fehlt dem Kleinaktionär von Gesetzes wegen überhaupt die Befugnis zur Teilnahme, weshalb Art. 48 lit. a VwVG keine Anwendung findet. Dementsprechend ist die Beschwerdebefugnis von Kleinaktionären, welche im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Voranmeldung bzw. des Angebotsprospekts nicht über einen Stimmrechtsanteil von 2 % an der Zielgesellschaft verfügt haben, gestützt auf Art. 48 Abs. 1 lit. a VwVG zu verneinen.

Ein solches Ergebnis rechtfertigt sich auch aus praktischen Gründen, würde die Bejahung der Beschwerdebefugnis der Kleinaktionäre in kontroversen Fällen doch möglicherweise zu einer Flut von Beschwerden an das letztinstanzliche Gericht in Übernahmesachen führen.<sup>37</sup> Dass dies die Intention des Gesetzgebers gewesen wäre, kann schwerlich angenommen werden.

### 3. Aufgabe und Stellung der Prüfstelle im Übernahmeverfahren

Das Bundesverwaltungsgericht spezifiziert in begrüssenswerter Klarheit die – im vorliegenden Fall umstrittenen – Anforderungen an die Prüfstelle nach Art. 25 BEHG.

Das Gericht bestätigt die von der herrschenden Lehre befürwortete Praxis, wonach der Prüfstelle im Übernahmeverfahren eine öffentliche Aufgabe zukommt, indem primär sie das Angebot auf seine Gesetzeskonformität zu prüfen hat.<sup>38</sup> Ungeachtet ihrer privatrechtlichen Mandatierung durch den Anbieter ist sie verpflichtet, eine neutrale Position einzunehmen und hat nicht etwa die Interessen des Anbieters zu wahren.<sup>39</sup> Sie soll

<sup>33</sup> Als *besonders berührt* gelten auch Dritte, die nicht Adressaten einer Verfügung sind, wenn sie eine besondere beachtenswerte, nahe Beziehung zur Streitsache aufweisen und in diesem Sinne stärker als jedermann betroffen sind, vgl. ISABELLE HÄNER, in: Christoph Auer/Markus Müller/Benjamin Schindler (Hrsg.), Kommentar zum Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren (VwVG), Zürich 2008, Art. 48 VwVG N 12 m.w.H. Dies dürfte auch bei Aktionären mit weniger als 2 % der Stimmrechte erfüllt sein, denn der Kleinaktionär wird durch eine Verfügung betreffend die Korrektheit des Angebots bzw. des Angebotspreises ebenso berührt.

<sup>34</sup> Auch hinsichtlich des *schutzwürdigen Interesses* wäre kein Grund für eine Verneinung der Beschwerdelegitimation aufgrund einer geringeren Beteiligung an der Zielgesellschaft ersichtlich. Zwar dürfte mit der Unterschreitung der 2%-Schwelle *während des Verfahrens vor UEK und FINMA ex lege* auch das schutzwürdige Interesse am Verfahren beteiligt zu sein, nicht mehr bestehen; vgl. BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 33b N 18. Hingegen besteht *im Verfahren vor Bundesverwaltungsgericht* auch bei Unterschreitung der 2%-Schwelle ein aktuelles praktisches Interesse, zumindest, soweit, wie im vorliegenden Fall, die Höhe des Angebotspreises Gegenstand der Beschwerde ist; vgl. auch die Erwägungen des Bundesverwaltungsgerichts zur Frage des schutzwürdigen Interesses, Urteil B-5272/2009, E. 1.4.2.

<sup>35</sup> Insbesondere dann, wenn die Einhaltung der Bestimmungen zum Angebotspreis Gegenstand der Beschwerde bilden. Zum entgegengesetzten Ergebnis käme man, wenn man mit den bisher in der Literatur vertretenen Meinungen und entgegen dem Bundesverwaltungsgericht die 2%-Schwelle als gesetzliche *Konkretisierung des besonderen Berührtseins* nach Art. 48 Abs. 1 lit. b VwVG (HANS-UELI VOGT/MARCO HANDLE, Parteistellung der Gesellschaft in Verwaltungsverfahren betreffend die Meldepflicht nach Börsengesetz, GesKR 2010, 86, im Kontext der börsengesetzlichen Meldepflicht und differenzierend bezüglich der prozentualen Höhe der Beteiligung) bzw. als *Konkretisierung des schutzwürdigen Interesses* gem. Art. 48 Abs. 1 lit. c VwVG verstehen würde (vgl. RUDOLF TSCHÄNI/JACQUES IFFLAND/HANS-JAKOB DIEM, Öffentliche Kaufangebote, 2. Aufl., Zürich 2010 N 245; HEINZ SCHÄRER, Verfahrensfragen im neuen Übernahmerecht, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XII, Zürich 2010, 105; GERICKE/WIEDMER (FN 31) Art. 57 N 15).

<sup>36</sup> VERA MARANTELLI-SONANINI/SAID HUBER, in: Bernhard Waldmann/Philippe Weissenberger (Hrsg.), Praxiskommentar zum VwVG, Art. 48 N 23; vgl. auch BGE 129 II 286, E. 4.3.3; HÄNER (FN 33) N 8.

<sup>37</sup> Im Übrigen könnte das (unseres Erachtens gesetzlich nicht gebene) Beschwerderecht für alle Kleinaktionäre im Ergebnis auch nur dann einem praktischen Bedürfnis der Aktionäre entsprechen und Sinn machen, wenn man der im Entscheid vertretenen Ansicht folgen würde, dass dem Urteil des Bundesverwaltungsgerichts lediglich *inter-partes-* (statt *erga-omnes-*) Wirkung zukomme, also eine Wirkung nur für den Beschwerdeführer statt für alle Aktionäre. Zur hier vertretenen gegenteiligen Meinung vgl. nachstehend Ziffer III. 4.

<sup>38</sup> Vgl. URS SCHENKER, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, 238, 240, der in diesem Zusammenhang vom «regulatorischen Outsourcing» spricht; vgl. auch DANIEL LENGAUER, Die Rolle der Prüfstelle bei öffentlichen Übernahmeangeboten, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions IV, Zürich 2002, 21, 49; BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 25 N 7 f.; PETER WYSS/OLIVER WUNDERLE, Prüfung von öffentlichen Kaufangeboten, ST 2009, 135; Empfehlung 188/01 *Clair Finanz Holding AG* vom 31. März 2004, E. 1.4.2.

<sup>39</sup> Sarasin hatte im vorliegenden Fall demgegenüber argumentiert, dass der Untersuchungsgrundsatz verletzt sei, u.a. auch, weil die Prüfstelle, auf deren Sachverhaltsuntersuchungen die UEK überwiegend abgestellt hat, *per se* nicht neutral sei. Diese Ansicht wird

die UEK wesentlich entlasten und damit zur gebotenen Raschheit des Übernahmeverfahrens beitragen. Damit kommt ihr die Funktion als «verlängerter Arm» der Übernahmekommission zu.<sup>40</sup>

Im Hinblick auf die mitunter komplexe Bewertung von «anderen wesentlichen Leistungen» im Sinne von Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA macht das Bundesverwaltungsgericht deutlich, dass der Prüfstellung insbesondere dann ein relativ grosser Beurteilungsspielraum, ein sog. technisches Ermessen, zukommt, wenn es für die betreffende Leistungsart keine ökonomisch fundierten Bewertungsmodelle oder -ansätze gibt. Darüber hinaus nimmt das Gericht unter Verweis auf Art. 41 Abs. 5 BEHV-FINMA für diese Sachlagen gar ein eigentliches Ermessen der Prüfstellung an.<sup>41</sup> Derartige «Beurteilungs- und Ermessensspielräume» will es denn auch bei seiner Überprüfung der Bewertung durch die Prüfstellung und Vorinstanzen respektieren.<sup>42</sup>

Andererseits hat die sich aufgrund dieser Beurteilungs- und Ermessensspielräume ergebende Unschärfe zur Konsequenz, dass die Anforderungen an die Begründung der Ergebnisse der Prüfstellung noch strenger sind. Dabei ähnelt der Prüfauftrag der Prüfstellung weitgehend demjenigen einer «bankengesetzlichen Revisionsstelle».<sup>43</sup> Demgegenüber sind die Anforderungen an die rechtsgenügeliche Begründung der Prüfungsergebnisse mit denen eines gerichtlich oder behördlich bestellten Gutachters zu vergleichen. Letzterer darf sich nach bundesgerichtlicher Rechtsprechung nicht darauf beschränken, seine Schlussfolgerungen bekannt zu geben, sondern hat diese einleuchtend zu begründen und die zugrunde liegenden Annahmen und Gedankengänge im Einzelnen darzulegen.<sup>44</sup>

Eine solche rechtsgenügeliche Begründung soll wiederum primär die UEK in die Lage versetzen, zu beurteilen, ob die Bewertung der Prüfstellung «transparent, plausibel und nachvollziehbar» ist. Bemerkenswerterweise wurde dieser formelmässige Beurteilungsmassstab vom

Bundesverwaltungsgericht ohne Weiteres aus dem vorinstanzlichen Entscheid der FINMA übernommen. Letztere hatte die Formel in ihrem Vorentscheid erstmals und ohne weitere Erklärung verwendet, als sie die Angemessenheit der Prüfung der Leistungen des Quadrant Managements und Mitsubishi Plastics in Bezug auf die Mindestpreisvorschriften feststellte.<sup>45</sup>

Gestützt auf diese Formel legt das Gericht somit einen strengeren Massstab an die Überprüfung der Ergebnisse der Prüfstellung durch die UEK an, als dies bisheriger UEK-Praxis entsprach, zumindest im Hinblick auf die Angemessenheitsprüfung und das Aufzeigen der Berechnungsgrundlagen gemäss Art. 41 Abs. 5 BEHV-FINMA. Insbesondere gilt dies für die neue höchstrichterliche Vorgabe, wonach die Prüfstellung jede Zusatzleistung im Sinne von Art. 41 Abs. 4 BEHV-FINMA einzeln bewerten muss und sich nicht auf die pauschale Feststellung beschränken darf, dass das Verhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung ausgeglichen sei. Damit erhöhen sich in diesem Bereich in der Praxis auch die Anforderungen an die Fähigkeiten der Prüfstellung, an den Arbeitsaufwand und den Detaillierungsgrad hinsichtlich der Prüfung bzw. Bewertung, deren Dokumentation sowie, wohl in besonderem Masse, an den von der Prüfstellung verfassten Prüfungsbericht.<sup>46</sup>

Für die Praxis ist mit Blick auf die Transaktionsplanung zu erwarten, dass sich insbesondere in komplexen Fällen die Vorlaufzeit für die Prüftätigkeit durch die Prüfstellung sowie die Überprüfung durch die UEK aufgrund des verlangten höheren Aufwandes verlängert. Zudem dürften sich zumindest in solchen Fällen die Transaktionskosten gesamthaft erhöhen.

vom Bundesverwaltungsgericht zu Recht und in Einklang mit der herrschenden Lehre abgelehnt, vgl. Urteil B-5272/2009, E. 2.2.

<sup>40</sup> So schon LENGAUER (FN 38); BSK BEHG-TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM, Art. 25 N 1; Empfehlung 188/01 *Clair Finanz Holding AG* vom 31. März 2004, E. 1.4.2.

<sup>41</sup> Zur Begründung führt das Bundesverwaltungsgericht an, dass der Wortlaut von Art. 41 Abs. 5 BEHV-FINMA ein solches Ermessen indizieren würde, indem er eine Bestätigung der *Angemessenheit* verlange, Urteil B-5272/2009, E. 7.3.

<sup>42</sup> Urteil B-5272/2009, E. 7.3, 5.1.

<sup>43</sup> Urteil B-5272/2009, E. 2.2; gemäss neuer Terminologie des revidierten Bankengesetzes handelt es sich hierbei um die bankengesetzliche Prüfungsgesellschaft gemäss Art. 18 Bankengesetz.

<sup>44</sup> Vgl. Urteil B-5272/2009, E. 7.4 und den dortigen Hinweis auf BGE 125 V 351, E. 3a sowie ALFRED BÜHLER, Gerichtsgutachter und -gutachten im Zivilprozess, in: Marianne Heer/Christiane Schöbi (Hrsg.), Gericht und Expertise, Schriften der Stiftung für die Weiterbildung schweizerischer Richterinnen und Richter SWR/Band 6, Bern 2005, 60.

<sup>45</sup> FINMA-Verfügung vom 8. Juli 2009, N 41. Ein naheliegender Ursprung findet sich in den Ausführungen des Bundesgerichts zur richterlichen Überprüfung von Unternehmensbewertungen und der diesbezüglichen Wahl der Bewertungsmethoden. Im Zusammenhang mit der Bestimmung des wirklichen Werts einer Aktie im Sinne von Art. 685b Abs. 4 OR hatte das Bundesgericht festgehalten, dass «der Richter etwa beurteilen (kann), ob der Experte eine Methode gewählt hat, die nachvollziehbar, plausibel, anerkannt ist»; Urteil des BGer 4C.363/2000 vom 3. April 2001, E. 3b. Ähnliches gilt für den Fusionsprüfer bei der Prüfung der Vertretbarkeit des Umtauschverhältnisses gemäss Art. 7 Abs. 1 und 15 Abs. 4 lit. b FusG, vgl. etwa PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, § 3 N 120.

<sup>46</sup> Die Formel hat seit Erlass des Urteils am 30. November 2010 bereits Eingang in die jüngste Praxis der UEK gefunden, dies im Zusammenhang mit der Bewertung von nicht liquiden Beteiligungspapieren durch die Prüfstellung i.S.v. Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA; vgl. Verfügung 464/01 Datacolor AG vom 18. Januar 2011, E. 5.2 und Verfügung 467/01 Feintool International Holding vom 28. Januar 2011, E. 5.2; die UEK prüfte jeweils die Methodenwahl der Prüfstellung und stellte fest, dass der Bewertungsbericht «im Übrigen transparent, plausibel und nachvollziehbar» sei.

#### 4. *Inter-partes-* oder *erga-omnes-*Wirkung des Bundesverwaltungsgerichtsurteils?

Die Beschwerdeführerin Sarasin hatte vor Bundesverwaltungsgericht eine Erhöhung des Angebotspreises «für sämtliche Aktien der Quadrant AG» beantragt. Der Antrag widerspiegelt die Rechtsauffassung der Parteien sowie von UEK und FINMA, wonach die Verfügungen der Vorinstanzen nur ungeteilt und mit Wirkung für sämtliche Aktionäre angefochten werden können, weshalb eine allfällige Gutheissung der Beschwerde Nachzahlungen der Anbieterin auch an sämtliche übrigen Aktionäre auslösen würde.

Dieser Rechtsauffassung widerspricht das Bundesverwaltungsgericht im Rahmen der Prüfung der Beschwerdelegitimation mit zweierlei Begründungen.

Unter Verweis auf seine eigene und die bundesgerichtliche Rechtsprechung erinnert es zum einen daran, dass sich auch im Verwaltungsrecht die direkte Rechtskraftwirkung von Gerichtsurteilen grundsätzlich nur auf die Parteien des betreffenden Verfahrens erstreckt.<sup>47</sup> Daraus schliesst es, dass das Verfügungsdispositiv der Vorinstanz von einzelnen Adressaten angefochten werden kann, während dieses gegenüber den übrigen Adressaten in Rechtskraft erwächst, auch wenn die Verfügung das Angebot als Ganzes zum Gegenstand hat.

Einem zweiten, wohl als Alternativbegründung zu verstehenden Gedanken folgend,<sup>48</sup> spricht das Bundesverwaltungsgericht der Beschwerdeführerin Sarasin die Legitimation zur Beschwerde auf Leistung an sämtliche Aktionäre ab. Die materielle Beschwerde beschränke sich auf den Umfang, in welchem Sarasin selbst vom Angebot betroffen sei. Soweit das Beschwerdebegehren weiter gefasst sei, könne darauf nicht eingetreten werden. Entsprechend könne Sarasin die Verfügung der Vorinstanz auch nur in diesem Umfang anfechten.

Bei beiden Begründungen leitet das Bundesverwaltungsgericht seine Erkenntnisse aus den Grundsätzen und Normen des allgemeinen Verwaltungs(verfahrens)rechts ab. Allerdings ist der Schluss von der Rechtskraftwirkung von Gerichtsurteilen auf die Zulässigkeit der geteilten Anfechtung der vorinstanzlichen Verfügung weder augenfällig noch in der im Entscheid angeführten Rechtsprechung und Lehre belegt.<sup>49</sup> Fraglich ist auch, ob die Feststellung, wonach die angefochtene Ver-

fügung gegenüber den nicht anfechtenden *Adressaten* in Rechtskraft erwachsen kann, vorliegend einschlägig ist, sind doch Adressaten der vorinstanzlichen Verfügung nur die Anbieterin Aquamit, die Zielgesellschaft Quadrant und die qualifizierte Aktionärin Sarasin, nicht jedoch die übrigen Aktionäre, an welche sich das Angebot ursprünglich richtete.<sup>50</sup>

Vor allem aber vermisst man eine Auseinandersetzung mit der vorgelagerten Frage, ob bzw. inwieweit im übernahmerechtlichen Verfahren vor Bundesverwaltungsgericht der *spezialgesetzliche Charakter* des auf Art. 33d BEHG basierenden Verfahrens zu beachten ist und entsprechend die Beurteilung des Beschwerdebegehrens allein nach allgemeinen verfahrensrechtlichen Grundsätzen und Normen ausschliesst.<sup>51</sup>

Dazu bedarf es einer *Auslegung von Art. 33d BEHG*. Dessen Abs. 1 ist inhaltlich wenig ergiebig; der Wortlaut verweist für Beschwerden gegen Entscheide der FINMA lediglich auf die Bestimmungen des Verwaltungsgerichtsgesetzes.<sup>52</sup> Die Materialien lassen sodann keine Rückschlüsse auf den Regelungsgehalt der Norm zu. Das überrascht insofern nicht, als die neue Verfahrensordnung nach Art. 33d BEHG lediglich als Anhang zum Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht verabschiedet wurde, wobei weder in der Botschaft noch im Parlament eine sichtbare Auseinandersetzung mit diesen neuen Regelungen stattfand.<sup>53</sup> Systematisch bildet die Norm Bestandteil des übernahmerechtlichen Verfahrens, welches in den Art. 33b bis 33d des Börsengesetzes verankert ist. Elemente, die für die Auslegung des Börsengesetzes heranzuziehen sind und gemäss Lehre und Praxis anerkanntermassen ein starkes Gewicht haben, sind Ziel und Zweck des Börsengesetzes.<sup>54</sup>

Der *Zweck des Börsengesetzes* im Übernahmekontext besteht darin, zum Schutz der Anleger Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit im Übernahme-

<sup>47</sup> Urteil des Bundesgerichts 1P.706/2003 vom 23. Februar 2004, E. 2.6; Urteile des Bundesverwaltungsgerichts B-4171/2008 und B-4312/2008 vom 31. Juli 2009, E. 5 bzw. E. 5.3 sowie B-8227/2007 vom 20. März 2009, E. 8.3; des Weiteren verweist es auf FRITZ GYGI, Bundesverwaltungsrechtspflege, 2. Aufl., Bern 1983, 323.

<sup>48</sup> Wobei das Gericht nicht deutlich macht, in welchem Verhältnis dieser zur vorherigen Argumentation (betreffend Rechtskraftwirkung) steht.

<sup>49</sup> Siehe dazu vorstehend FN 47.

<sup>50</sup> Als Verfügungsadressat gilt derjenige, dessen Rechte und Pflichten die Verfügung festlegt; siehe RENÉ RHINOW/HEINRICH KOLLER/CHRISTINA KISS/DANIELA THURNHERR/DENISE BRÜHLMOSER, Öffentliches Prozessrecht, 2. Aufl., Basel 2010, N 1559; vgl. auch GYGI (FN 47), 132; ANDRÉ MOSER/MICHAEL BEUSCH/LORENZ KNEUBÜHLER, Prozessieren vor dem Bundesverwaltungsgericht, Basel 2008, N 2.74 ff.

<sup>51</sup> Das Fehlen jeglicher Abklärung zu diesem zentralen Punkt überrascht umso mehr, als das Gericht bezüglich der Frage der Parteistellung eine umfassende Prüfung der möglichen derogatorischen Wirkung des BEHG vorgenommen hat; vgl. vorstehend bei FN 31 sowie Urteil B-5272/2009, E. 1.3 bis 1.3.6.

<sup>52</sup> Abs. 2 definiert des Weiteren eine 10-tägige Beschwerdefrist und entzieht der Beschwerde die aufschiebende Wirkung.

<sup>53</sup> Vgl. Botschaft zum Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 1. Februar 2006, BBl 2006, 2906. Der Eindruck der bisherigen stiefmütterlichen Behandlung ergibt sich auch daraus, dass UEK und FINMA sich veranlasst sehen, schon bei der nächstmöglichen Revision des BEHG eine Anpassung von Art. 33d BEHG vorzuschlagen, vgl. dazu vorstehend FN 32.

<sup>54</sup> SCHENKER (FN 38) 52 f. m.w.H.

verfahren zu sichern.<sup>55</sup> Das Prinzip der Transparenz bezieht sich vor allem auf die Wahrung der Entscheidungsfreiheit der Anleger und den Ausgleich von Informationsdefiziten dieser gegenüber dem Anbieter und der Leitung der Zielgesellschaft.<sup>56</sup> Das Gebot der Gleichbehandlung verlangt, dass alle Aktionäre der Zielgesellschaft die gleichen Informationen erhalten und ihre Aktien zum gleichen Preis und zu den gleichen Bedingungen verkaufen können.<sup>57</sup> Schliesslich steht beim Grundsatz der Lauterkeit die Gewährleistung eines fairen Verfahrens im Mittelpunkt; alle Beteiligten des Übernahmeverfahrens sind zu fairem Verhalten während der gesamten Dauer verpflichtet.<sup>58</sup>

Diese drei funktionalen Ziele gelten als Ausdruck des prozeduralen Verständnisses des Übernahmerechts.<sup>59</sup> Zentralen Regelungsgegenstand bildet ein formalisiertes öffentliches Verfahren, in welchem sich der Erwerb der Kontrollmehrheit an einer Publikumsgesellschaft abspielt. Die UEK gilt in diesem Verfahren als Schiedsrichterin, die nicht das Ergebnis, sondern den Weg, auf dem dieses zustande kommt, überwacht und leitet,<sup>60</sup> mithin den übernahmerechtlichen Zwecken mittels Durchsetzung der übernahmerechtlichen Verfahrensregeln Nachachtung verschafft. Solche Verfahrensweisungen mit Reflexwirkung auf alle Betroffenen, und nicht die subjektiven Interessen des einzelnen Anlegers, bilden den Gegenstand der UEK-Verfügungen.

Die Orientierung des Übernahmeverfahrens an den drei Grundzielen Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit ist kraft Verankerung der einschlägigen Verweissnormen im Börsengesetz<sup>61</sup> denn auch im Beschwerdeverfahren vor der FINMA *und vor dem Bundesverwaltungsgericht* uneingeschränkt zu beachten.

Wie gezeigt ergibt sich aus dem Zweck des Börsengesetzes der zentrale Grundsatz, die Anleger mittels Transparenz und Gleichbehandlung zu schützen. Die-

sem Grundsatz hat somit in Übernahmesachen auch das Bundesverwaltungsgericht Nachachtung zu verschaffen. Umgekehrt kann es denn auch nicht in der Kompetenz der Beschwerdeinstanzen, weder der FINMA noch des Bundesverwaltungsgerichts, liegen, den durch den Gesetzgeber definierten Zweck und den daraus fliessenden Kernauftrag der UEK im Beschwerdeverfahren nachträglich mit Verweis auf allgemeine verwaltungsrechtliche Grundsätze zu modifizieren. Das Börsengesetz geht als *lex specialis* vor. Wird durch eine qualifizierte Aktionärin im Verfahren betreffend Prüfung des Angebots Einsprache erhoben bzw. Beschwerde geführt, wird ihre Rüge regelmässig auf die mangelnde Gesetzmässigkeit des Angebots als Ganzes hinaus laufen. Entsprechend ist sie auch im gesamten, ungeteilten Umfang des Angebots beschwert. Verlangt aber das Spezialgesetz Gleichbehandlung aller Anleger, so muss auch das Urteil der letzten Beschwerdeinstanz, d.h. des Bundesverwaltungsgerichts, zur Durchsetzung eines korrekten Verfahrens (relativ) gleiche Wirkung für alle Anleger, m.a.W. *erga-omnes*-Wirkung,<sup>62</sup> entfalten.<sup>63</sup>

Im vorliegenden Urteil schenkt das Bundesverwaltungsgericht indessen dem übernahmerechtlich relevanten Gesetzeszweck, insbesondere dem Prinzip der Gleichbehandlung, keine Beachtung. Vielmehr stellt es auf das dem Wesen des Übernahmeverfahrens fremde, subjektive Interesse der einzelnen Aktionärin ab und schränkt unseres Erachtens zu Unrecht in entsprechendem Umfang die Beschwerdelegitimation der Beschwerdeführerin, den Streitgegenstand und die Reichweite seines Urteils ein.

Im Ergebnis erscheint die Rechtslage, wie sie sich nach dem Entscheid des Bundesverwaltungsgerichts in dieser wesentlichen Frage präsentiert, als stossend. Wird im Verfahren *vor der UEK oder FINMA* die Nichteinhaltung der gesetzlichen Bestimmungen des Übernahmerechts, bspw. betreffend Mindestpreis, rechtskräftig festgestellt, werden alle Aktionäre nach aktueller Praxis gleich behandelt, indem das Angebot nach Massgabe einer Verfügung der UEK oder FINMA mit Wirkung für alle Aktionäre zu korrigieren wäre.<sup>64</sup> Wird demge-

<sup>55</sup> Art. 1 BEHG; vgl. SCHENKER (FN 38), 199 m.w.H.; VON DER CRONE, Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit, in: Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis, Zürich 2005, 1, welcher besonders auf das prozedurale Verständnis des Übernahmerechts hinweist. Weitere Zielsetzungen sind insbesondere Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte und Schaffung der dazu notwendigen Rahmenbedingungen, Schutz der Minderheiten oder Schutz der Zielgesellschaften; vgl. dazu auch TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 35) N 12.

<sup>56</sup> Vgl. TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 35), N 9 f. mit Verweis auf die umfangreiche Praxis der UEK; SCHENKER (FN 38), 200; CHRISTIAN MEIER-SCHATZ, Offenlegung von Beteiligungen/Öffentliche Kaufangebote, in: Christian Meier-Schatz (Hrsg.), Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern 1996, 109.

<sup>57</sup> SCHENKER (FN 38), 201 mit Verweis auf TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 35), N 10 und SONJA BLAAS/JÉRÔME BARRAUD, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2008, 337.

<sup>58</sup> GERICKE/WIEDMER (FN 31), Art. 1 N 9 f.

<sup>59</sup> Vgl. VON DER CRONE (FN 55), 1; GERICKE/WIEDMER (FN 31), Art. 1 N 8; TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 35), N 10.

<sup>60</sup> Vgl. VON DER CRONE (FN 55), 1.

<sup>61</sup> Art. 33c und 33d BEHG.

<sup>62</sup> Dabei ist eine Analogie zur Wirkung der Überprüfungs-klage gemäss Art. 105 Abs. 2 FusG betreffend die Überprüfung der Angemessenheit des Umtauschverhältnisses bzw. der Abfindung augenfällig. Danach hat das Urteil grundsätzlich Wirkung für alle Gesellschafter des gleichen Rechtsträger. Nach der hier vertretenen Ansicht ergibt sich allerdings die *erga-omnes*-Wirkung im öffentlichen Übernahmerecht bereits durch Auslegung des Gesetzes, weshalb eine ausdrückliche Gesetzesbestimmung analog Art. 105 FusG nicht zwingend notwendig ist.

<sup>63</sup> Die Frage der allfälligen *erga-omnes*-Wirkung des Urteils werfen auch GERICKE/WIEDMER auf, allerdings noch ohne die Frage zu beantworten; vgl. GERICKE/WIEDMER (FN 31), Art. 56 N 24.

<sup>64</sup> Die UEK kann die Karenzfrist bzw. Angebotsfrist von Übernahmeangeboten bis zum Abschluss des Beschwerdeverfahrens vor der FINMA verlängern und macht von dieser Möglichkeit regelmässig Gebrauch, vgl. dazu die jüngste Praxis der UEK in Verfügungen 468/02 Genolier Swiss Medical Network SA vom 24. Fe-

genüber ein Verstoss gegen das Übernahmerecht erst vor *Bundesverwaltungsgericht* festgestellt, wird nur die Beschwerdeführerin aufgrund der Korrektur des Angebots begünstigt. Aktionäre, die aufgrund einer Beteiligung von weniger als 2 % an der Zielgesellschaft von vorneherein keine Parteistellung erlangen können,<sup>65</sup> werden entsprechend von der Wirkung einer allenfalls angeordneten Erhöhung des Mindestpreises ausgeschlossen, obwohl das Angebot nicht den gesetzlichen Vorgaben entspricht.

Dem kann die oberste Rechtsmittelinstanz in Übernahmesachen künftig begegnen, indem sie dem börsengesetzlichen Gesetzeszweck, insbesondere dem Gebot der Gleichbehandlung, Nachachtung verschafft. Dazu sollte sie ihren Beschwerdeentscheiden zwecks Durchsetzung eines gesetzmässigen übernahmerechtlichen Verfahrens *erga-omnes*-Wirkung zusprechen, also Urteilswirkung für alle vom Übernahmeangebot erfassten Aktionäre.

---

bruar 2011, E. 1 und 468/04 Genolier Swiss Medical Networks SA vom 23. März 2011, E. 1, sowie ausführlich TSCHÄNI/IFFLAND/DIEM (FN 35) N 445, m.w.H., insbesondere auch auf Verfügung 403/02 Harwanne vom 16. März 2009, E. 4, bestätigt in FINMA-Verfügung vom 27. März 2009, E. B. Nach der Praxis der UEK unter altem Übernahmerecht (vor 2009) sollte die Karenzfrist sogar so lange verlängert werden können, bis ein allfälliger Entscheid des Bundesgerichts in Rechtskraft getreten ist, Empfehlung II 249/02 Saia-Burgess Electronics Holding AG vom 27. Juli 2005, E. 1.5. Nach Art. 33d Abs. 2 BEHG ist demgegenüber der Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht die aufschiebende Wirkung ausdrücklich entzogen, dem Vollzug des Angebots steht in diesem Zeitpunkt nichts mehr entgegen.

<sup>65</sup> Siehe oben, Ziffer III. 2.