

# Bahnbrechende Entscheidungen – Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts-Geschichten

Sechstes Deutsch-österreichisch-  
schweizerisches Symposium,  
Wien 21.–22. Mai 2015

Herausgegeben von

Susanne Kalss, Holger Fleischer  
und Hans-Ueli Vogt

Mohr Siebeck

*Susanne Kals* ist Universitätsprofessorin am Institut für Zivil- und Unternehmensrecht an der Wirtschaftsuniversität Wien.

*Holger Fleischer* ist Direktor des Max-Planck-Instituts für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg.

*Hans-Ueli Vogt* ist Professor für Handels-, Wirtschafts- und Immaterialgüterrecht an der Universität Zürich.

ISBN 978-3-16-154819-2

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2016 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohr.de](http://www.mohr.de)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlags

## Inhaltsverzeichnis

*Holger Fleischer*

Gesellschaftsrechts-Geschichten.

Annäherungen an die narrative Seite des Gesellschaftsrechts ..... 1

Diskussion (*Sebastian Brehm*) ..... 25

*Frauke Wedemann*

BGHZ 146, 341: ARGE Weißes Roß –

Rechtsfähigkeit der Außen-GbR..... 29

Diskussion (*Sebastian Brehm*) ..... 42

*Martin Winner*

Übernahmeangebot bei Verschmelzung?

Die Entscheidung HypoVereinsbank / Bank Austria

der österreichischen Übernahmekommission .....45

Diskussion (*Georg Durstberger*) ..... 64

*Susan Emmenegger*

Gleichbehandlung bei konkurrierenden öffentlichen

Übernahmeangeboten: Der Entscheid SIG Holding AG..... 67

Diskussion (*Julia Nicolussi*) ..... 87

*Jens Koch*

Die ARAG/Garmenbeck-Entscheidung des BGH (BGHZ 135, 244).

Geschichte und Wirkungsgeschichte ..... 91

Diskussion (*Christopher Cach*) ..... 112

## Inhaltsverzeichnis

### *Stefan Knobloch*

Genehmigte und bedingte Kapitalerhöhung – SBG gegen BK Vision AG.  
Kompetenzverteilung zwischen Generalversammlung und Verwaltungsrat –  
unter besonderer Berücksichtigung des Rechtsschutzes ..... 115

Diskussion (*Georg Durstberger*) ..... 132

### *Walter Bayer*

BGHZ 153, 47 – Macrotron

Die „Geschichte“ der Grundsatzentscheidung zum Delisting,  
ihr überraschendes Ende durch „Frosta“ und ihre  
„modifizierte Wiederbelebung“ durch den Gesetzgeber..... 137

Diskussion (*Julia Nicolussi*) ..... 167

### *Martin Auer*

OGH 4 Ob 2078/96h (Fehringer) –

Einlagenrückgewähr mit Dritten ..... 171

Diskussion (*Thomas Barth*) ..... 185

### *Peter V. Kunz*

BGE 88 II 98 (1962) – oder:

Was der „Zirkus Knie“ für die Gleichbehandlung  
der Aktionäre in der Schweiz bedeutet(e) ..... 189

Diskussion (*Thomas Barth*) ..... 200

### *Jan Thiessen*

Sternbrauerei Regensburg (BGHZ 9, 157)..... 203

Diskussion (*Carmen Walser*) ..... 221

### *Georg Eckert*

Die Neutronics-Entscheidung des OGH..... 225

Diskussion (*Carmen Walser*) ..... 234

Autorenverzeichnis ..... 237

# Gleichbehandlung bei konkurrierenden öffentlichen Übernahmeangeboten: Der Entscheid SIG Holding AG

SUSAN EMMENEGGER\*

I.	Gleichbehandlung als Kernprinzip des Übernahmerechts .....	67
II.	Rechtlicher Rahmen .....	69
	1. Gesetz und Verordnung .....	69
	2. Zentrale Bestimmung: Art. 49 UEV .....	70
	a) Kernbereich: Informationelle Gleichbehandlung .....	70
	b) Keine umfassende Gleichbehandlungspflicht .....	70
	c) Ungleichbehandlung mit Zustimmung der UEK .....	71
III.	Praxis der UEK .....	72
	a) Entscheid Intersport Holding (2000) .....	72
	b) Entscheid Saia-Burgess (2005) .....	73
	c) Entscheid SIG Holding (2006) .....	74
IV.	Der Fall SIG Holding AG .....	74
	1. Die Zielgesellschaft .....	74
	2. Das Verfahren .....	76
	a) Das Angebot der Romanshorn S.A. ....	76
	b) Der Kampf um die Due Diligence .....	76
	c) Entractes .....	78
	d) Das späte Machtwort des Bundesgerichts .....	79
V.	Diskussion: Geltungsbereich des Gleichbehandlungsgebots .....	79
	1. Zielverfehlung? .....	80
	2. Unverhältnismässige Regelung? .....	83
	3. Unvollständige Regelung? .....	84
VI.	Schluss .....	85

## I. Gleichbehandlung als Kernprinzip des Übernahmerechts

Die Gleichbehandlung gehört zu den Eckpfeilern eines jeden Übernahmerechts. Sie umfasst einerseits und zentral die grundsätzliche Gleichbehandlung der Aktionäre einer Zielgesellschaft durch den Anbieter,<sup>1</sup> andererseits

---

\* Die Autorin dankt Herrn BLaw *Semir Hermidas* und Herrn BLaw *Michael Kissling* für die Unterstützung bei der Erstellung des Beitrags.

<sup>1</sup> Art. 127 Abs. 2 FinfraG (Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art müssen gleich behandelt werden). Siehe auch § 3 Abs. 1 WpÜG; § 3 Abs. 1 ÜbG.

beschlägt sie die grundsätzliche Gleichbehandlung der Anbieter durch die Zielgesellschaft.<sup>2</sup>

Die Gleichbehandlung der Aktionäre einer Zielgesellschaft durch den Anbieter ist im schweizerischen Übernahmerecht – das per 1. Januar 2016 nicht mehr im Börsengesetz, sondern im Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG) geregelt ist – noch nicht durchgehend verwirklicht. Zwar hat der Gesetzgeber im Jahr 2013 die sogenannte „Kontrollprämie“ abgeschafft.<sup>3</sup> Weiterhin Bestand haben aber die Institute des „Opting Up“ bzw. des „Opting Out“, die es einer Publikumsgesellschaft erlauben, in ihren Statuten den Grenzwert für die Angebotspflicht bis zu 49 % anzuheben (Opting Up) oder die Angebotspflicht bei einem Kontrollwechsel gänzlich auszuschliessen (Opting Out).<sup>4</sup> Die möglichen Konsequenzen eines Opting Out traten im Fall Sika AG zutage. Als am 9.12.2014 angekündigt wurde, dass die Familienaktionäre ihr Sika-Paket (ca. 52 % der Stimmen bei ca. 16 % Kapitalanteil) an die französische Saint Gobain veräussert haben, betrug der Aufpreis zugunsten der Familienaktionäre rund 80 %, während die übrigen Aktionäre nach der Ankündigung einen Kursverlust von zeitweise bis zu 30 % hinnehmen mussten.<sup>5</sup>

Vergleichsweise umfassend verwirklicht ist im schweizerischen Börsenrecht demgegenüber die Gleichbehandlung von konkurrierenden Anbietern durch die Zielgesellschaft. Dies gilt in besonderem Masse für die informationelle Gleichbehandlung in der Form eines gleichberechtigten Zugangs zur Due Diligence. In diesem Bereich hat das Bundesgericht mit seinem Grund-

---

<sup>2</sup> Art. 133 FinfraG (freie Wahl des Übernahmeangebots) i.V.m. Art. 49 UEV (Gleichbehandlung der Konkurrenzanbieter). Siehe auch § 22 Abs. 3 WpÜG und dazu *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 653 ff.; § 3 Ziff. 3 ÜbG und dazu *Winner*, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme. Pflichten von Verwaltungsorganen und Sachverständigen nach dem Übernahmegesetz, Diss. Wien 2001, S. 205 ff.

<sup>3</sup> Art. 32 Abs. 4 aBEHG (Fassung bis zum 1.5.2013). Für die Revision siehe AS 2013 1103; BBl 2011 6873. Die „Kontrollprämie“ erlaubte es einem Anbieter, gewissen Aktionären ein Angebot zu einem Aufpreis von bis zu 25 % zu unterbreiten. Das Gesetz selbst liess die Preisunterschiede generell zu; in der Praxis wurden sie aber nur als „Paketzuschläge“ an Grossaktionäre entrichtet.

<sup>4</sup> Art. 135 Abs. 1 FinfraG (Opting Up); Art. 125 Abs. 3 und 4 FinfraG (Opting Out, analoge Verfahrensanwendung beim Opting Up).

<sup>5</sup> Der tiefste Kurs wurde am 11.12.2014 erreicht (30 % Verlust gemessen am Kurs am Tag vor der Ankündigung der Übernahme vom 8.12.2014). Zum Fall Sika siehe etwa die Presseberichte in der Neuen Zürcher Zeitung, 9.12.2014, 21; Neue Zürcher Zeitung am Sonntag, 14.12.2014, 26; Finanz und Wirtschaft, 10.12.2014, 5. Zu Teilaspekten des Opting Out siehe auch UEK-Verfügung 594/01 vom 5.3.2015, UEK-Verfügung 598/01 vom 1.4.2015 sowie Verfügung der FINMA vom 4.5.2015 (alle abrufbar unter <www.takeover.ch>, Transaktionen, Alle, Sika AG). Die Übernahme ist bis anhin nicht vollzogen, die Eintragung der neuen Aktionäre ist Gegenstand von (wohl noch länger andauernden) zivilrechtlichen Streitigkeiten (Stand: 14. Januar 2016).

satzurteil in Sachen SIG Holding AG die einschlägige Ausgestaltung vorgenommen.

## II. Rechtlicher Rahmen

### 1. Gesetz und Verordnung

Der Ausgangspunkt für die Pflichten des Verwaltungsrats einer Zielgesellschaft im Fall konkurrierender Übernahmeangebote ist die aktienrechtliche Grundnorm in Art. 717 OR, in welcher die Treuepflicht des Verwaltungsrats verankert ist. Dieser Grundsatz wird in Art. 132 FinfraG für den Übernahmefall konkretisiert. Hier ist insbesondere auch geregelt, dass im Übernahmefall Abwehrmassnahmen nur mit Zustimmung der Generalversammlung beschlossen werden können (Art. 132 Abs. 2 FinfraG).<sup>6</sup> Damit wird ein erstes, grobes Regelungsgerüst für die Gleichbehandlung von Anbietern geschaffen. Konkret geregelt ist die Gleichbehandlung von Konkurrenzanbietern in Art. 133 FinfraG.<sup>7</sup> Nach dieser Bestimmung müssen die Aktionäre der Zielgesellschaft das Angebot frei wählen können. Der Gesetzgeber wollte ein „level playing field“ zwischen verschiedenen Interessenten schaffen und damit den Bieterwettbewerb fördern.<sup>8</sup> Art. 133 Abs. 2 FinfraG delegiert die weitere Regelung des Verfahrens an die Übernahmekommission.

Die Übernahmekommission hat in Art. 48–52 Übernahmeverordnung (UEV) von dieser Regelungskompetenz Gebrauch gemacht. Geregelt sind dort unter anderem die zeitliche Koordination der Verfahren, Fragen der (Mindest-) Preisbestimmung, das Widerrufsrecht, die Möglichkeiten einer Änderung des vorhergehenden oder des konkurrierenden Angebots sowie die Gleichbehandlung konkurrierender Anbieter.

---

<sup>6</sup> Vor dem Inkrafttreten des Börsengesetzes am 24.5.1995 hatte der Verwaltungsrat der Holvis AG eine feindliche Übernahme seitens der US-amerikanischen International Paper erfolgreich vereitelt, indem er mit einem „weissen Ritter“ in Gestalt der englischen BBA Group eine Lock-up-Vereinbarung schloss, wonach sich Holvis verpflichtete, BBA ihr strategisches Kerngeschäft zu veräussern, sollte die Übernahme scheitern. Im Ergebnis entging den Aktionären dadurch ein deutlich höheres Angebot der International Paper. Zum Fall „Holvis“ siehe *Watter/Maizar*, in: Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions*, VII, 2005, S. 1, 11 f.

<sup>7</sup> Zum Zusammenhang zwischen Art. 132 Abs. 2 FinfraG/Art. 29 Abs. 2 BEHG (Abwehrmassnahmen) und Art. 133 FinfraG/Art. 30 BEHG (Gleichbehandlungspflicht) siehe *Watter/Maizar*, in: Tschäni (Fn. 6), S. 1, 27; *Schenker*, *Schweizerisches Übernahmerecht*, 2009, S. 420 f.

<sup>8</sup> Siehe *Bahar*, in: Tercier/Amstutz (Hrsg.), *Commentaire Romand. Code des obligations*, 2008, Art. 30 BEHG (neu Art. 133 FinfraG) N 1; *von der Crone*, *Übernahmerechtliche Grundsätze: Transparenz, Gleichbehandlung und Lauterkeit*, in: *Schweizerische Übernahmekommission (Hrsg.), Schweizerisches Übernahmerecht in der Praxis*, 2005, S. 1, 9.

## 2. Zentrale Bestimmung: Art. 49 UEV

### a) Kernbereich: Informationelle Gleichbehandlung

Art. 49 UEV konkretisiert unter dem Titel „Gleichbehandlung der Anbieter durch die Gesellschaft“ den gesetzlichen Grundsatz der Wahlfreiheit bei konkurrierenden Angeboten: „Die Zielgesellschaft wahrt den Grundsatz der Gleichbehandlung gegenüber allen Anbietern; insbesondere stellt sie allen die gleichen Informationen zur Verfügung“ (Art. 49 Abs. 1 UEV). In Konkurrenzsituationen liegt also die zentrale Tragweite des übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes in der informationellen Gleichbehandlung.

Ein wesentlicher Aspekt der soeben genannten informationellen Gleichbehandlung betrifft die Frage nach der Zulassung zu einer Due Diligence. Dem genannten Institut kommt im Übernahmerecht eine wichtige Gatekeeper-Funktion zu. Die Zielgesellschaft ist nicht verpflichtet, einem Anbieter Zugang zu ihrem Datenraum zu gewähren.<sup>9</sup> Da ein Angebot ohne vorhergehende Due Diligence mit einem erheblichen Risiko verbunden ist, können auf diese Weise mögliche Kaufinteressenten von der Unterbreitung eines Angebots abgeschreckt werden.<sup>10</sup> Mit dem Entscheid für oder gegen die Due Diligence nimmt also eine Zielgesellschaft auch eine Weichenstellung hinsichtlich der Frage vor, ob sie sich überhaupt auf den Übernahmemarkt begeben will.<sup>11</sup> Gewährt sie nämlich die Due Diligence, so muss sie diese auch allfälligen Konkurrenzanbietern zugestehen. Darin besteht der Kern der SIG-Rechtsprechung und den einschlägigen Vorentscheiden.

### b) Keine umfassende Gleichbehandlungspflicht

Das Gleichbehandlungsgebot bedeutet nicht, dass die Zielgesellschaft sich gegenüber konkurrierenden Angeboten neutral verhalten muss.<sup>12</sup> Namentlich kann die Zielgesellschaft im Verwaltungsratsbericht für das eine und gegen das andere Angebot Stellung nehmen.<sup>13</sup> Auch ist die Zielgesellschaft nicht

---

<sup>9</sup> UEK-Empfehlung 0294/01 i.S. *SIG Holding AG* vom 26.10.2006, E. 5.2.2.1. So auch einhellig die Lehre, siehe etwa *von der Crone*, in: Schweizerische Übernahmekommission (Fn. 8), S. 1, 14. Gleiche Rechtslage im österreichischen Recht, siehe die Nachweise bei *Winner* (Fn. 2), S. 197.

<sup>10</sup> Ausnahmen bestehen im Falle eines Kaufangebots durch Konkurrenzunternehmen, denn diese kennen die Zielgesellschaft und das Marktumfeld genügend gut, um auch ohne Due Diligence in eine Angebotssituation einzusteigen. Siehe dazu *Schenker*, in: Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions X*, 2008, S. 129, 136.

<sup>11</sup> *Schenker*, in: Tschäni (Fn. 10), S. 129, 137 f.

<sup>12</sup> *Gericke/Wiedmer*, in: Kommentar Übernahmeverordnung (UEV), 2011, Art. 49 UEV N 6; *Böckli*, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., 2009, § 7 Rn. 184; *Bahar*, in: Tercier/Amstutz (Fn. 8), Art. 30 BEHG (neu Art. 133 FinfraG) N 23.

<sup>13</sup> *Gericke/Wiedmer*, in: Kommentar UEV (Fn. 12), Art. 49 UEV-UEK N 6; *Watter/Maizar*, in: Tschäni (Fn. 6), S. 1, 29, mit zahlreichen Hinweisen. So auch die Rechtslage



verpflichtet, mit einem konkurrierenden Anbieter ebenfalls eine Transaktionsvereinbarung oder eine solche mit demselben Inhalt wie mit dem Erstbieter abzuschliessen.<sup>14</sup> Ebenso beschränkt die Gleichbehandlungspflicht nicht das Recht der Zielgesellschaft, Abwehrmassnahmen zu ergreifen. Nach der Publikation eines Angebots bzw. seiner Voranmeldung bedarf es dazu allerdings der Zustimmung der Generalversammlung. Generell unzulässig sind Abwehrmassnahmen, die offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen.<sup>15</sup>

### c) Ungleichbehandlung mit Zustimmung der UEK

Die UEV lässt die Ungleichbehandlung einzelner Anbieter in Art. 49 Abs. 2 UEV ausdrücklich zu. Voraussetzung ist der Nachweis eines überwiegenden Gesellschaftsinteresses und die vorgängige Zustimmung der UEK. Der Hauptanwendungsfall liegt in der Ungleichbehandlung bei der Due Diligence, wenn es sich bei einem der Anbieter um einen direkten Wettbewerber handelt. Diesen Fall hat die UEK im Zuge der SIG-Entscheidung konkretisiert, worauf noch einzugehen ist.<sup>16</sup>

In der Literatur werden weitere Fälle erwähnt: Eine Ungleichbehandlung soll etwa dann gerechtfertigt sein, wenn die Zielgesellschaft einem Anbieter die Information in einem anderen Zusammenhang geliefert hat (z.B. im Rahmen eines Joint Venture),<sup>17</sup> oder wenn ein Erstanbieter bereits nahe bei der Kontrollmehrheit steht und ein Konkurrenzanbieter ein Angebot lediglich zum Zweck der Informationsbeschaffung unterbreitet.<sup>18</sup> Beim ersten Beispiel

---

im österreichischen Recht, siehe *Winner* (Fn. 2), S. 195. Hingegen ist der Verwaltungsrat verpflichtet, die dem Bericht zugrunde liegenden Wertungen und Bewertungsmaßstäbe einheitlich anzuwenden, siehe *Gericke/Wiedmer*, in: Kommentar UEV (Fn. 12), Art. 49 UEV N 7.

<sup>14</sup> *Tschäni/Diem*, in: Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions VII*, 2005, S. 53, 99; *Gericke/Wiedmer*, in: Kommentar UEV (Fn. 12), Art. 49 UEV-UEK N 6; *Epper*, Die freundliche öffentliche Übernahme. Ein Überblick über die Transaktionsphase, Diss. Bern 2008, S. 105.

<sup>15</sup> Art. 132 Abs. 2 und 3 FinfraG i.V.m. Art. 36 und 37 UEV. Für ein Beispiel siehe UEK-Empfehlung 0249/05 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 23.8.2005, bestätigt durch EBK-Verfügung vom 19.9.2005 (alle abrufbar unter <www.takeover.ch>, Transaktionen, Alle, Saia-Burgess).

<sup>16</sup> UEK Empfehlung 0294/03 i.S. *SIG Holding AG* vom 14.11.2006 E. 2.3, 2.4.

<sup>17</sup> *Bahar*, in: Tercier/Amstutz (Fn. 8), Art. 30 BEHG (neu: Art. 133 FinfraG) N 16. Zustimmend *Gericke/Wiedmer*, in: Kommentar UEV (Fn. 12), Art. 49 UEV N 22.

<sup>18</sup> Beispiel bei *Schenker* (Fn. 7), S. 417. Zustimmend *Watter/Maizar*, in: Tschäni (Fn. 6), S. 1, 28 f.; *Gericke/Wiedmer*, in: Kommentar UEV (Fn. 12), Art. 49 UEV N 22; *Bahar*, in: Tercier/Amstutz (Fn. 8), Art. 30 BEHG (neu Art. 133 FinfraG) N 16. Weitere Beispiele finden sich bei *Winner* (Fn. 2), S. 208 f., für das österreichische Recht: (1) fehlende Ernsthaftigkeit oder finanzielle Leistungsfähigkeit des Konkurrenzanbieters; (2) der Erstanbieter gibt zu erkennen und es ist auch wahrscheinlich, dass er im Falle einer Zulassung des Konkurrenzanbieters zur Due Diligence seine Übernahme abbrechen wird. Die zweite

ist im Hinblick auf die Empfehlung i.S. Intersport Skepsis angesagt, denn nach Auffassung der UEK sind jedenfalls die marktüblichen Due-Diligence-Informationen auf jeden Fall offenzulegen.<sup>19</sup> Das zweite Beispiel wäre unter dem Aspekt des Rechtsmissbrauchs zu beurteilen.

Steht schliesslich einer Offenlegung von Informationen einem bestimmten Anbieter gegenüber zwingendes Recht entgegen (z.B. Wettbewerbsrecht), muss keine Ausnahme nach Art. 49 Abs. 2 UEV beansprucht werden.<sup>20</sup>

### III. Praxis der UEK

Die Judikatur im Fall der SIG-Holding AG hat das Prinzip der informationellen Gleichbehandlung von Anbietern massgeblich und vor allem höchstrichterlich ausdifferenziert. Erste Konkretisierungen erfolgten allerdings in zwei früheren Fällen, die der Übernahmekommission zur Beurteilung vorlagen: der Fall Intersport Holding (2000) und der Fall Saia-Burgess (2005).

#### a) *Entscheid Intersport Holding (2000)*

Im Entscheid Intersport PSC Holding AG<sup>21</sup> hatte die UEK festgehalten, der Gleichbehandlungsgrundsatz in Art. 49 UEV<sup>22</sup> gebiete unbestrittenermassen, dass man einen Konkurrenten zur Due Diligence zulassen müsse, wenn man sie dem Erstanbieter gewährt habe. Die UEK präzierte in diesem Entscheid, dass der Gleichbehandlungsgrundsatz materieller und nicht formeller Natur sei. Entscheidend sei nicht, ob allen Anbietern Einsicht in dieselben Dokumente gewährt werde, sondern ob sie Zugang zu den gleichen Informationen erhalten hätten. Hintergrund des Entscheides war, dass der Erstanbieter auf den Einblick in die Sitzungsprotokolle des Verwaltungsrats verzichtet hatte und sich die Zielgesellschaft auf den Standpunkt stellte, sie müsse diese daher auch dem Konkurrenten nicht vorlegen. Die UEK hielt dafür, dass diese Protokolle zur marktüblichen Due Diligence gehören und dass anzunehmen sei, die Protokolle seien der Erstanbieterin bekannt gewesen, weil sie in der Zielgesellschaft bereits vor dem Angebot mit einem Verwaltungsrat vertreten war.<sup>23</sup>

---

Konstellation wäre in der Schweiz aus faktischen Gründen nicht möglich (Unwiderrufbarkeit des Angebots).

<sup>19</sup> UEK-Empfehlung 0067/04 i.S. *Intersport PSC Holding AG* vom 11.8.2000 E. 1.2.

<sup>20</sup> *Gericke/Wiedmer*, in: Kommentar UEV (Fn. 12), Art. 49 UEV N 24.

<sup>21</sup> UEK-Empfehlung 0067/04 i.S. *Intersport PSC Holding AG* vom 11.8.2000.

<sup>22</sup> Damals handelt es sich um die (praktisch gleichlautende) Bestimmung in Art. 48 UEV-UEK.

<sup>23</sup> UEK-Empfehlung 0067/04 i.S. *Intersport PSC Holding AG* vom 11.8.2000 E. 1.2.

Die UEK konkretisierte sodann das Gleichbehandlungsgebot im Hinblick auf mögliche Beschränkungen bei der Verwertung derjenigen Informationen, die ein Anbieter im Zuge einer Due Diligence erlangt hat. Hintergrund war die Zustimmung der Erstanbieterin zu einer Klausel, wonach die Due Diligence-Prüfung zu keinem anderen Zweck zu verwenden sei als in Verbindung mit der Evaluation und Durchführung der Transaktion. Die Zielgesellschaft stellte diese Bedingung auch der Konkurrenzanbieterin, was letztere verweigerte. Die UEK gab der Konkurrenzanbieterin Recht. Zwar verlangten Treu und Glauben, dass vertrauliche Informationen, die aus Gründen der Gleichbehandlung übermittelt werden, weiterhin vertraulich behandelt werden. Hingegen könne man daraus nicht schliessen, dass diese Informationen nicht im Rahmen von Verfahren verwendet werden dürften, die für die Durchsetzung des Übernahmerechts notwendig seien, einschliesslich einer aktienrechtlichen Verantwortlichkeitsklage. Die Zulassung zur Due Diligence dürfe nicht an eine solche Voraussetzung geknüpft werden.<sup>24</sup>

*b) Entscheid Saia-Burgess (2005)*

Im Entscheid Saia-Burgess führte die UEK erstmals aus, dass die Zielgesellschaft einem Anbieter eine Due Diligence gewähren müsse, sofern sie während der Dauer des Angebots potentiellen Konkurrenten eine solche gewähre. Dies gelte selbst dann, wenn die potentiellen Konkurrenten nach Durchführung der Due Diligence kein Angebot unterbreiten.<sup>25</sup> Damit war der Grundstein für die SIG-Judikatur gelegt. Allerdings enthält die einschlägige Erwägung in Saia-Burgess keine weiteren Hinweise, zudem war sie ein *obiter dictum*.

Tatsächlich ging es in Saia-Burgess nicht um Fragen nach dem gleichberechtigten Zugang zur Due Diligence, sondern um die Zulässigkeit der Due Diligence als einer Bedingung für das Angebot. Konkret hatte die Erstanbieterin ihr öffentliches Kaufangebot der Suspensivbedingung unterstellt, dass die Zielgesellschaft ihr eine marktübliche Due Diligence gewähre. Die UEK beurteilte diese Klausel als unzulässig: Zuständig für den Beschluss über Abwehrmassnahmen sei die Generalversammlung (Art. 132 Abs. 2 FinfraG, Art. 36 UEV). Der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft könne aber im vorliegenden Fall das Angebot zum Scheitern bringen, indem er den Eintritt der Bedingung verhindere. Damit gerate der Verwaltungsrat in einen Interessenkonflikt. Öffne er die Bücher, könnte er seine Treupflicht verletzen (Art. 717 OR). Öffne er sie nicht, treffe er allenfalls eine rechtswidrige Abwehrmass-

---

<sup>24</sup> Empfehlung 0067/04 i.S. *Intersport PSC Holding AG* vom 11.8.2000 E. 2.

<sup>25</sup> UEK-Empfehlung 0249/01 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 15.7.2005 E. 2.11.3.

nahme. Hinzu komme, dass die Bedingung zu wenig bestimmt sei, weil es keine anerkannte Definition einer „marktüblichen Due Diligence“ gebe.<sup>26</sup>

Die Doktrin reagierte tendenziell kritisch auf den Saia-Burgess-Entscheid.<sup>27</sup> Das *obiter dictum*, wonach auch potentiellen Anbietern – also solchen, die noch gar kein Angebot unterbreitet haben – ein gleichberechtigter Zugang zur Due Diligence zu gewähren ist, sofern die Zielgesellschaft dies der Erstanbieterin zugestanden hat, wurde damals noch nicht (kritisch) rezipiert.

### c) *Entscheid SIG Holding (2006)*

Weitere Eckpunkte im Zusammenhang mit der Gleichbehandlung bei konkurrierenden Angeboten wurden im Fall SIG Holding AG gesetzt, der den Schwerpunkt des vorliegenden Beitrags bildet. Mit SIG hat die Entscheidpraxis ein vorläufiges Ende gefunden. Seither sind lediglich vier weitere konkurrierende Angebote auf Schweizer Publikumsgesellschaften lanciert worden.<sup>28</sup>

## IV. Der Fall SIG Holding AG

Der SIC Holding-Entscheid des Bundesgerichts steht für einen erbitterten Übernahmekampf um ein schweizerisches Traditionsunternehmen. Es blieb zwar bei dem einen Bundesgerichtsentscheid, hinzu kamen aber drei Entscheide der damaligen Eidgenössischen Bankenkommission (heute: FINMA) und sechzehn Entscheide der Übernahmekommission in einem Zeitraum von fünf Monaten.

### 1. *Die Zielgesellschaft*

Die Schweizerische Industriegesellschaft, SIG Holding AG, ist ein Unternehmen, das Schweizer Industriegeschichte geschrieben hat. Darüber hinaus haben Menschen auf der ganzen Welt schon SIG-Produkte in den Händen gehalten: Milchflaschen, Suppenbeutel, Schokoladeriegel, Butter – SIG ist nach

---

<sup>26</sup> UEK-Empfehlung 0249/01 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 15.7.2005 E. 2.11.4.

<sup>27</sup> Siehe *Epper* (Fn. 14), S. 131 und *Romerio/Gerhard*, SZW 2007, 1, 13 (keine Abwehrmassnahme, da keine Veränderung des Aktiv- oder Passivbestands der Gesellschaft. Ungenügende Bestimmtheit der Bedingung hätte man korrigieren können, Ablehnung daher unverhältnismässig). Kritisch auch *Tschäni/Iffland/Diem/Gaberthüel*, Öffentliche Kaufangebote, 3. Aufl., 2014, Rn. 540 (Die Unzulässigkeit einer Due-Diligence-Bedingung führt zu tieferen Angebotspreisen oder gar zum Verzicht auf ein Angebot).

<sup>28</sup> Es handelt sich um folgende Transaktionen ab 2006: Bank Linth (2006), sia Abrasives Holding AG (2008), Victoria-Jungfrau Collection AG (2013), PubliGroupe S.A. (2014). Vor SIG, also in den Jahren 2000 bis 2006, fanden sieben Konkurrenzangebote statt.

Tetrapak der zweitgrösste Kartonverpacker der Welt. Die SIG gehörte auch zu den Publikumsgesellschaften der ersten Stunde: Die Aktien der damaligen Schweizerischen Wagon-Gesellschaft gehörten zu den führenden Industriewerten und wurden bereits vor der Eröffnung der ersten Zürcher Effektenbörse (1876) öffentlich gehandelt.<sup>29</sup>

Die Geschichte der SIG beginnt mit Eisenbahnen (1853) und Waffen (1860).<sup>30</sup> Beide Sparten waren ausserordentlich erfolgreich. Die SIG entwickelte unter anderem die Technik für die Neigezüge. Im Bereich der Handfeuerwaffen war die SIG die Ausrüsterin der Schweizer Armee; das SIG Sturmgewehr gehört noch heute zur Standardausrüstung und wird in tausenden von Haushalten gelagert. Von beiden Sparten trennte sich die SIG. Im Jahr 2000 wurden die Eisenbahnsparte an Alstom und die Waffendivision nach Deutschland an die L & O Holding verkauft.<sup>31</sup>

Übrig blieb die 1906 gegründete Verpackungstechnik, die ursprünglich lediglich die konjunkturellen Schwächen der Waggon-Fabrikation und der Waffenproduktion auffangen sollte.<sup>32</sup> Über sie entbrannte 2006 ein Bieterwettbewerb, der alle Ingredienzen eines erbitterten Übernahmefeldzugs enthielt: Ein feindliches Angebot durch eine direkte Konkurrentin (Elopak), die Störmanöver durch die Zielgesellschaft, die Suche nach einem weissen Ritter und dessen Obsiegen im Übernahmekampf. Ein Sieg, der allerdings auch verbunden war mit dem Ende einer über 130-jährigen Kotierung des Unternehmens und einem für den „weissen Ritter“ lukrativen Weiterverkauf.<sup>33</sup> Immerhin bleibt es aber beim Happy End: Die SIG gibt es immer noch, und auch ihr Hauptsitz befindet sich noch an seiner ursprünglichen Lage, unmittelbar neben den berühmten Rheinfällen bei Schaffhausen.

---

<sup>29</sup> Keller, in: Verwaltungsrat und Direktion der Schweizerischen Industrie-Gesellschaft (Hrsg.), Schweizerische Industrie-Gesellschaft (SIG) 1853–1953, 1953, S. 275, 302. Zum öffentlichen Handel vor Eröffnung der Zürcher Effektenbörse durch die sogenannten „Sensalen“ siehe Hunold, Die Schweizerischen Effektenbörsen, 1949, S. 6 f.

<sup>30</sup> Für die Eisenbahnsparte siehe Welte, in: Verwaltungsrat und Direktion der Schweizerischen Industrie-Gesellschaft (Hrsg.), Schweizerische Industrie-Gesellschaft (SIG) 1853–1953, 1953, S. 127, 129 ff. Für die Waffenproduktion siehe Scheitlin, in: Verwaltungsrat und Direktion der Schweizerischen Industrie-Gesellschaft (Hrsg.), Schweizerische Industrie-Gesellschaft (SIG) 1853–1953, 1953, S. 201 ff.

<sup>31</sup> Gleich erging es der SIC Rocktools, die aus der Waffenproduktion heraus entstanden war und deren Presslufthammer beim Bau des Ärmelkanals zum Einsatz kamen. 2002 wurde die SIC Rocktools devestiert.

<sup>32</sup> Fuchs, in: Verwaltungsrat und Direktion der Schweizerischen Industrie-Gesellschaft (Hrsg.), Schweizerische Industrie-Gesellschaft (SIG) 1853–1953, 1953, S. 241, 243.

<sup>33</sup> Die „Rank Group“ des neuseeländischen Milliardärs Graeme Hart erwarb 2007 die Kontrolle über die SIG Holding AG für 2,3 Milliarden US-Dollar. Im Jahr 2008 wurde die SIG dekotiert. 2013 verkaufte die Rank Group ihren Anteil an die kanadische Onex für 4,6 Milliarden US-Dollar. Siehe dazu „Titel“, Neue Zürcher Zeitung, 25.11.2014, 28.

## 2. Das Verfahren

### a) Das Angebot der Romanshorn S.A.

Die Romanshorn S.A. mit Sitz in Luxemburg hatte am 22.9.2006 gegenüber der SIG Holding AG ein Übernahmeinteresse bekundet. Bei der Romanshorn handelte es sich um eine Gesellschaft, die einerseits durch einen Investmentfonds (CVC), andererseits indirekt durch die Elopak kontrolliert wurde. Die Elopak ihrerseits war eine Herstellerin von Getränkekartons, also eine direkte Konkurrentin der SIG. Zwei Tage später, am Sonntag, 24.9.2006, publizierte der Verwaltungsrat der SIG eine Medienmitteilung, in der er das Übernahmeinteresse der Romanshorn publik machte und das geplante Angebot von 325 Schweizer Franken bis 350 Schweizer Franken als zu tief zurückwies. Der Verwaltungsrat wies in dieser Medienmitteilung weiter darauf hin, dass er entschieden habe, neben der Romanshorn weiteren Interessenten die Gelegenheit zu geben, eine Acquisition von SIG sorgfältig zu prüfen. Er werde in den kommenden Tagen die Modalitäten der Zulassung von potentiellen Kaufinteressenten zu einer Due Diligence festlegen.<sup>34</sup>

Am Dienstag, den 26.9.2006, publizierte die Romanshorn ihre Voranmeldung zum Übernahmeangebot.<sup>35</sup> Dieser Schritt drängte sich auf, denn der Zeitpunkt der Voranmeldung ist unter anderem massgebend für die Berechnung des Mindestpreises.<sup>36</sup> Die Erhöhung des Börsenkurses, die im Zusammenhang mit einer möglichen Übernahme regelmässig eintritt, muss dann nicht mehr berücksichtigt werden. Zudem ist dieser Zeitpunkt auch entscheidend für die Frage der Zulässigkeit von Abwehrmassnahmen.<sup>37</sup>

Am Freitag, den 29.9.2006, lehnte der Verwaltungsrat der SIG das Angebot wiederum ab. Damit war der Kampf lanciert. Der Verwaltungsrat wiederholte zu diesem Zeitpunkt aber auch, dass er der Romanshorn und anderen „seriösen“ Interessierten eine Due Diligence gewähren werde.<sup>38</sup>

### b) Der Kampf um die Due Diligence

Am 6.10.2006 meldete die Romanshorn der UEK, dem Vernehmen nach habe SIG eine andere Marktteilnehmerin kontaktiert und diese habe ein Confidentiality Agreement unterzeichnet.<sup>39</sup> Da es sich bei Confidentiality Agreements um marktübliche Verträge im Vorfeld der Zulassung zur Due Diligence handelt, implizierte diese Meldung, dass die Zielgesellschaft im Begriff war,

---

<sup>34</sup> Siehe hierzu UEK-Empfehlung 0294/01 i.S. *SIG Holding AG* vom 26.10.2006, Sachverhalt A bis C.

<sup>35</sup> UEK-Empfehlung 0294/01 i.S. *SIG Holding AG* vom 26.10.2006, Sachverhalt D.

<sup>36</sup> Art. 8 Abs. 3 lit. a UEV.

<sup>37</sup> Art. 8 Abs. 3 lit. c UEV.

<sup>38</sup> UEK-Empfehlung 0294/01 i.S. *SIG Holding AG* vom 26.10.2006, Sachverhalt G.

<sup>39</sup> UEK-Empfehlung 0294/01 i.S. *SIG Holding AG* vom 26.10.2006, Sachverhalt P.

einer Gesellschaft, die noch kein Angebot gestellt hatte, eine Due Diligence zu gewähren.

Am 26.10.2006 erliess die UEK ihre erste Empfehlung in Sachen SIG Holding AG. Darin hielt sie fest, dass eine Zielgesellschaft nicht verpflichtet sei, eine Anbieterin zur Due Diligence zuzulassen. Wenn sie aber eine solche öffentlich in Aussicht stelle, sei sie zu deren Durchführung gestützt auf das Vertrauensprinzip verpflichtet.<sup>40</sup> Weiter gelte, dass wenn sie eine Due Diligence während der Dauer des Angebots potentiellen Konkurrenten gewähre, sie diese innerhalb eines vernünftigen Zeitrahmens in gleichem Umfang und mit denselben Modalitäten auch der Anbieterin gewähren müsse.<sup>41</sup>

Diese Rechtsauffassung bestätigte die UEK mit einer ausführlichen Begründung im Rahmen ihrer dritten Empfehlung in Sachen SIG Holding, die schliesslich über den Instanzenzug an das Bundesgericht gelangte und dort zum Leitentscheid SIG Holding führte. Die wesentlichen Erkenntnisse in Empfehlung III lauteten wie folgt: (1) Ein Anbieter hat Anspruch auf informationelle Gleichbehandlung mit dem potentiellen Anbieter; (2) umgekehrt hat der potentielle Anbieter aber keinen Anspruch auf informationelle Gleichbehandlung mit dem Anbieter; (3) der UEK stehen umfassende Informationsrechte zu; sie kann verlangen, über jeden Schritt im Bieterprozess informiert zu werden, alle Confidentiality Agreements einsehen und auch sonst alle Dokumente verlangen, die sie zu Überwachungszwecken benötigt; (4) es wird der Zielgesellschaft zugestanden, dass sie einer direkten Konkurrentin, die ein Angebot unterbreitet hat, gewisse Informationen vorenthält.<sup>42</sup>

Die Romanshorn legte in der Folge eine Beschwerde gegen die Empfehlung der UEK bei der EBK/FINMA ein. Diese bestätigt am 20.12.2006 den Entscheid der UEK. Sie hielt namentlich fest, dass (1) die Pflicht der Zielgesellschaft zur Gleichbehandlung der Anbieter auch im Verhältnis zwischen

---

<sup>40</sup> UEK Empfehlung 0294/01 i.S. *SIG Holding AG* vom 26.10.2006, E. 5.2.2.1 und 5.2.2.2.

<sup>41</sup> UEK Empfehlung 0294/01 i.S. *SIG Holding AG* vom 26.10.2006, E. 5.2.2.3, unter Hinweis auf die Empfehlung 0249/01 i.S. *Saia-Burgess Electronics Holding AG* vom 15.7.2005, E. 2.11.3.

<sup>42</sup> UEK Empfehlung 0294/03 i.S. *SIG Holding AG* vom 14.11.2006 E. 2.3, 2.4. Bezüglich des letzten Punktes präziserte die UEK, dass die Ungleichbehandlung nur hinsichtlich ganz spezifisch anzugebender Dokumente bzw. Informationen zulässig sei. Sodann müsse die Zielgesellschaft für jedes dieser Dokumente begründen, inwiefern deren Herausgabe sie in ihren Geschäftsgeheimnissen beeinträchtige (E. 2.6). Da die Zielgesellschaft dies unterlassen hatte, konnte die UEK das Ausnahmegesuch nicht abschliessend beurteilen. Die Zielgesellschaft wurde aufgefordert, die entsprechenden Dokumente mit der dazugehörigen Begründung einzureichen (E. 2.6 und Dispositiv-Ziffer 4). Im weiteren Verfahren wurde vorgeschlagen, dass die Zielgesellschaft die Dokumente erst dann bezeichnen und der UEK zur Entscheidung vorlegt, wenn sie diese der Konkurrentin effektiv vorenthalten will. Im Fall SIG wurden der UEK – soweit ersichtlich – keine Dokumente vorgelegt.

der bestehenden Anbieterin und einem potentiellen Konkurrenzanbieter gilt; (2) dass umgekehrt dem potentiellen Anbieter ein entsprechender Anspruch nicht zusteht; (3) dass der UEK umfassende Kontrollkompetenzen und, daraus folgend, entsprechende Einsichts- und Auskunftsrechte zustehen.<sup>43</sup> Die Frage der Ungleichbehandlung im Rahmen der Due Diligence war nicht Gegenstand der Beschwerde an die EBK/FINMA.

Die Romanshorn legte gegen die Verfügung der EBK/FINMA Beschwerde beim Bundesgericht ein.

### c) *Entractes*

In tatsächlicher Hinsicht entwickelte sich der Bieterwettbewerb in zentralen Punkten an den behördlichen und gerichtlichen Verfahren vorbei.

So entschied die UEK in ihrer Empfehlung III vom 26.10.2006, dass der Erstbieterin ein gleichberechtigter Zugang zur Due Diligence zustehe, und es wurde diese Frage bis an das Bundesgericht weitergezogen. Tatsächlich hatten sich die Romanshorn und die SIG Holding bereits am 25.10.2006 auf eine Vertraulichkeitsvereinbarung geeinigt, unter der die Romanshorn eine beschränkte Due Diligence vornehmen durfte.<sup>44</sup>

Auch wurde noch bevor die EBK/FINMA über die Ablehnung der UEK-Empfehlung III entschieden hatte, der Schleier um den möglichen weissen Ritter gelüftet: Am 19.12.2006 kündigte die neuseeländische Rank Group des neuseeländischen Milliardärs *Graeme Hart* an, dass sie ein öffentliches Übernahmeangebot für die Aktien der SIG Holding unterbreiten werde.<sup>45</sup> Am 30.3.2007 erklärte die Rank Group im Rahmen der Publikation des vorläufigen Zwischenergebnisses (81,31 % der Stimmen) das Angebot als zustandekommen.<sup>46</sup> Am 4.4.2007 bestätigte sie das Zustandekommen, und am 7.5.2007 fand die Generalversammlung der SIG Holding statt, welche der Übernahme zustimmte.<sup>47</sup>

---

<sup>43</sup> Verfügung der EBK vom 20.12.2006 i.S. *SIG Holding AG*, insbesondere Rn. 38, 39, 46, abrufbar unter <www.takeover.ch>, Alle Transaktionen, SIG Holding (2006), Entscheide der EBK.

<sup>44</sup> Siehe dazu den Angebotsprospekt der Romanshorn AG vom 6.11.2006, Ziff. D.3, abrufbar unter <www.takeover.ch>, Alle Transaktionen, SIG Holding AG (2006), Angebotsdokumente. Der Hinweis findet sich auch in BGE 133, 232, 244, letzter Satz.

<sup>45</sup> Siehe UEK-Empfehlung 0294/09 i.S. *SIG Holding AG* vom 22.1.2007, Sachverhalt C, D.

<sup>46</sup> Provisorisches Zwischenergebnis der Rank Group, abrufbar unter <www.takeover.ch>, alle Transaktionen, SIG Holding, Ergebnis.

<sup>47</sup> Siehe dazu BGer Urteil 2A.25/2007 vom 6.6.2007 Sachverhalt D (insoweit nicht in BGE 133, 232).



d) *Das späte Machtwort des Bundesgerichts*

Am 6.6.2007, also über zwei Monate nach dem Abschluss des Bieterwettbewerbs, beurteilt das Bundesgericht die Beschwerde der Romanshorn gegen die Verfügung der EBK/FINMA vom 20.12.2006, mit der die EBK die Beschwerde gegen die UEK-Empfehlung III abgewiesen hatte.

Zwar hatte die Romanshorn nach dem 30.3.2006 kein schutzwürdiges Interesse an der Aufhebung der Verfügung der EBK mehr. Das Bundesgericht beurteilte aber die Rechtsfragen über den Zugang zur Due Diligence als solche von grundlegender Bedeutung, die aus Gründen der Rechtssicherheit nach einer höchstrichterlichen Klärung verlangten. Es trat daher auf die Beschwerde ein.<sup>48</sup> Inhaltlich hat es allerdings die Erwägungen der unteren Instanzen bestätigt. Nach der geltenden Rechtsprechung des Bundesgerichts gilt demnach Folgendes: (1) Ein Anbieter hat Anspruch auf informationelle Gleichbehandlung mit einem potentiellen Konkurrenzanbieter. Wird Letzterem eine Due Diligence gewährt, ist diese im selben Umfang dem (effektiven) Anbieter zu gewähren;<sup>49</sup> (2) umgekehrt hat der potentielle Konkurrenzanbieter keinen Anspruch auf Gleichbehandlung mit dem Anbieter;<sup>50</sup> (3) der UEK kommt zu Überwachungszwecken ein umfassendes Informationsrecht zu<sup>51</sup>.

## V. Diskussion: Geltungsbereich des Gleichbehandlungsgebots

Das Bundesgericht, die Eidgenössische Bankenkommission und die Übernahmekommission haben im SIG Holding-Fall dafür gehalten, dass ein Anbieter ab dem Zeitpunkt der Voranmeldung den Schutz des übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgebots (Art. 49 UEV) für sich beanspruchen kann und dass dieses auch im Hinblick auf den Informationsfluss zwischen der Zielgesellschaft und einem potentiellen Anbieter gilt. Diese Sichtweise misst der Zielsetzung von Art. 49 UEV massgebliches Gewicht zu; der Wortlaut der Bestimmung bietet dafür keine Stütze, denn er spricht lediglich von der Gleichbehandlung zwischen Anbietern.<sup>52</sup>

In der Doktrin hat diese Auslegung nicht uneingeschränkte Zustimmung erhalten. So wird geltend gemacht, damit verfehle man just die Zielsetzung

---

<sup>48</sup> BGer Urteil 2A.25/2007 vom 6.6.2007 E.1.2 (insoweit nicht publiziert in BGE 133, 232).

<sup>49</sup> BGE 133, 232, 241 f.

<sup>50</sup> BGE 133, 232, 242.

<sup>51</sup> BGE 133, 232, 244 ff.

<sup>52</sup> Siehe hierzu auch *Schenker*, in: Tschäni (Fn. 10), S. 129, 157. Vgl. auch *Romerio/Gerhard*, SZW 2007, 1, 7 (für die Ausweitung des Gleichbehandlungsgebots fehlt die gesetzliche Grundlage).

des Übernahmerechts nach möglichst breiten Bieterprozessen, sie sei zudem unverhältnismässig und sie sei schliesslich unvollständig, weil sie nur im Verhältnis zwischen dem Erstanbieter und dem potentiellen Anbieter gelte, aber nicht umgekehrt.

### 1. Zielverfehlung?

In der Schweiz herrscht Einigkeit darüber, dass das übergeordnete Ziel des Übernahmerechts in der Schaffung eines effizienten Marktes für die Unternehmenskontrolle liegt. Das Gleichbehandlungsgebot führt zu einem „level playing field“ zwischen konkurrierenden Anbietern, gewährleistet damit ein effizientes Auktionsverfahren und fügt sich so in die übergeordnete Zielsetzung des Übernahmerechts ein.<sup>53</sup> Letztlich ist damit aber die Frage noch nicht beantwortet, wie gross das Feld zu bemessen ist, das für den Unternehmenskontrollmarkt geobnet werden soll.

Ein Teil der Doktrin verneint die Pflicht der Zielgesellschaft zur Gleichbehandlung des bestehenden Anbieters mit dem potentiellen Konkurrenzanbieter. So wird vorgebracht, die Zielgesellschaft werde von der Suche nach einem Konkurrenzanbieter (einem „weissen Ritter“) abgehalten, weil sie verhindern wolle, dass der nicht genehme Erstanbieter auf diese Weise einen Anspruch auf Due Diligence erhalte. Zudem werde verhindert, dass die Zielgesellschaft einen weiteren Wettbewerber aufbauen könne. Letztlich werde damit die Chance, dass es zu einer Unternehmensauktion komme, vermindert. Damit werde auch das Ziel des Übernahmerechts, nämlich die Schaffung eines effizienten Marktes für die Unternehmenskontrolle, verfehlt.<sup>54</sup>

Das Bundesgericht stellt die Bedeutung von Auktionsverfahren für einen effizienten Markt für die Unternehmenskontrolle nicht in Frage. Aus seiner Sicht kann sich aber der „gewünschte echte Wettbewerb auf dem Übernahmemarkt [...] nur dann entfalten, wenn die Konkurrenten von der Zielgesellschaft untereinander hinsichtlich der ihnen gelieferten Informationen gleich

<sup>53</sup> Vgl. BGE 133, 232, 239 m.w.H.

<sup>54</sup> Vgl. Schenker, in: Tschäni (Fn. 10), S. 129, 159 f.; Tschäni/Iffland/Diem/Gaberthüel (Fn. 27), Rn. 763. Zahlenmässig lässt sich ein Rückgang der konkurrierenden Angebote im Nachgang zur SIG-Rechtsprechung nicht belegen, weil der schweizerische Übernahmemarkt hierfür zu klein ist. Nach SIG kam es lediglich zu vier weiteren konkurrierenden Angeboten: Bank Linth (2006), sia Abrasives Holding AG (2008), Victoria-Jungfrau Collection AG (2013), PubliGroupe S.A. (2014). In zwei Fällen war ein „weisser Ritter“ involviert: Im Fall PubliGroupe obsiegte der „weisse Ritter“ Swisscom gegen Tamedia, siehe dazu auch UEK-Verfügung 0562/01 i.S. PubliGroupe S.A. vom 11.6.2014. Im Fall sia Abrasives einigte sich der „weisse Ritter“ Scintilla mit dem Erstanbieter Behr Deflandre & Snozzi; Scintillas Angebot war im Anschluss daran erfolgreich, siehe dazu UEK-Empfehlung 0384/01 i.S. sia Abrasives Holding AG vom 3.10.2008 und nachfolgende Empfehlungen 0384/02 und 0384/03. Siehe zum Ganzen auch Bilek, Konkurrierende Übernahmeangebote, Diss. Zürich 2011, passim.

behandelt werden [...].<sup>55</sup> Daher ist es nach Auffassung des Bundesgerichts „problematisch, wenn der Verwaltungsrat der Zielgesellschaft einem von ihm favorisierten ‚white knight‘ Informationsvorteile verschafft und durch eine entsprechende Ungleichbehandlung das Zustandekommen eines für die Aktionäre möglicherweise vorteilhaften Angebots verunmöglicht oder erschwert [...].“<sup>56</sup> Auch hat aus Sicht des Bundesgerichts der Anbieter ab dem Zeitpunkt der Voranmeldung

„ein schützenswertes Interesse daran, dass ein von der Zielgesellschaft organisierter Bieterprozess nur noch innerhalb der übernahmerechtlichen Regeln und unter Kontrolle der Behörden erfolgt: Die in seinem Angebotsprospekt veröffentlichten Informationen ermöglichen, das von ihm prognostizierte Potential des aus den Ressourcen der Zielgesellschaft zu ziehenden Nutzens abzuschätzen, womit ein potentieller Folgeanbieter von der von ihm geleisteten Vorarbeit profitieren und sich zumindest einen Teil des mit der selbständigen Suche nach einem geeigneten Übernahmeobjekt verbundenen Aufwands ersparen kann. Seine Position ist zudem mit nicht unerheblichen Risiken verbunden, insbesondere muss er in Kauf nehmen, die aufgewendeten Kosten im Falle des Obsiegens eines Konkurrenz-anbieters nicht zurückerstattet zu erhalten [...].“<sup>57</sup>

Insgesamt stellt sich das Bundesgericht auf den Standpunkt, dass eine weit ausgelegte informationelle Gleichbehandlung die besseren Rahmenbedingungen für einen effizienten (sprich: preistreibenden) Bieterprozess schafft als eine eng ausgelegte. Das verdient Zustimmung, zumal unter der revidierten Übernahmeverordnung der Anbieter noch stärker in die Pflicht genommen wird als im Zeitpunkt des SIG-Holding-Entscheids. Damals konnte ein Anbieter ein vorangemeldetes Angebot aufgrund der Ergebnisse einer Due Diligence und bei nachgewiesener sachlicher Rechtfertigung zu Ungunsten der Angebotsempfänger noch ändern.<sup>58</sup> Auch war es zulässig, im Falle eines Konkurrenzangebots das Erstangebot zu widerrufen.<sup>59</sup> Heute kann ein Angebot

---

<sup>55</sup> BGE 133, 232, 241.

<sup>56</sup> BGE 133, 232, 242 f.

<sup>57</sup> BGE 133, 232, 241.

<sup>58</sup> Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK (in Kraft bis 1.1.2009): „Der Anbieter darf den Preis des Angebots grundsätzlich nur zugunsten der Empfänger ändern; zuungunsten der Empfänger nur, wenn: a. die Zielgesellschaft Gegenstand einer ‚due diligence review‘ ist und die Änderung sachlich gerechtfertigt ist“. Im Zeitpunkt der ersten Empfehlung der UEK in Sachen SIG Holding AG war nur die Voranmeldung und nicht schon das Angebot publiziert worden. Die gleichberechtigte Gewährung einer Due Diligence hätte unter der damaligen Rechtslage also zu einer erheblichen Risikoverminderung seitens der Erstanbieterin geführt.

<sup>59</sup> Art. 51 Abs. 1 UEV-UEK (in Kraft bis 1.1.2009): „Das vorhergehende Angebot kann spätestens am fünften Börsentag vor seinem, gegebenenfalls nach Art. 50 Abs. 1 verlängerten Ablauf, widerrufen oder geändert werden“. Anders das österreichische Recht: Gemäss der Praxis der Übernahmekommission kann sich der Bieter in der Angebotsunterlage den Rücktritt von seinem Angebot für den Fall vorbehalten, dass während offener Annahmefrist ein Konkurrenzangebot abgegeben wird. Siehe dazu *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapital-

nur noch zugunsten der Angebotsempfänger geändert werden, und die Widerrufsmöglichkeit ist weggefallen. Das Angebot ist unwiderruflich. Vorbehalten bleibt ein restriktiver Katalog von zulässigen Bedingungen, unter denen ein Angebot als nicht unterbreitet gilt.<sup>60</sup>

Die Stellung des Anbieters wurde unter dem neuen Recht also erschwert. Dies, obwohl die Risiken und Kosten schon unter dem bisherigen Recht beträchtlich waren, man denke nur an die Opportunitäts- und externen Kosten einer Übernahme sowie die Kapitalmarkt- und Reputationsrisiken, die mit einem Scheitern verbunden sind.<sup>61</sup> Unter dem neuen Recht kommt die strengere Bindungswirkung des Angebots hinzu. Will man das Ziel eines aktiven Marktes für die Unternehmenskontrolle fördern, so müssen die Rahmenbedingungen für ein Erstangebot attraktiv bleiben. Vermindert man die Attraktivität des ohnehin schon riskanten Erstangebots zusätzlich, indem man es der Zielgesellschaft erlaubt, einen potentiellen Anbieter einseitig mit privilegierten Unternehmensinformationen zu versorgen, so riskiert man, dass ein Erstangebot unterbleibt. Denn einerseits muss der Erstanbieter damit rechnen, dass ein potentieller Anbieter mit einem Informationsvorsprung in den Bieterprozess einsteigt. Beim engen Zeitplan und dem medialen Wirbel, den ein Bieterwettbewerb meist auslöst, kann dies ein entscheidender Vorteil sein. Andererseits wäre selbst ein Szenario, in dem ein potentielles Konkurrenzangebot trotz gewährter Due Diligence nicht unterbreitet wird, für den Erstanbieter im Sinne einer allgemeinen Rahmenbedingung keine attraktive Perspektive. Denn diesfalls muss er sich fragen, welche Erkenntnisse in der Due Diligence zutage getreten sind, die zum Abbruch des potentiellen Bieterprozesses geführt haben. Im Regelfall wird allerdings die Gewährung der Due Diligence zu einer Preissteigerung führen, denn wer eine Katze im Sack kaufen muss, will beim Preis tendenziell zurückhaltend sein.

Im Ergebnis kann man der SIG-Rechtsprechung keine Zielverfehlung vorwerfen. Im Gegenteil: Wird der Erstanbieter hinsichtlich der Due Diligence gleich behandelt wie der potentielle Konkurrenzanbieter, so fördert dies Erstangebote, ohne die ein Bieterprozess und damit ein effizienter Markt für die Unternehmenskontrolle gar nicht erst zustande kommen.<sup>62</sup> Weil sodann die bessere Kenntnis des Zielobjekts tendenziell eine Preiskorrektur nach oben bewirkt, fördert dies ein effizientes Auktionsverfahren im Interesse der Anleger.

---

marktrecht, 2. Aufl., 2015, § 24 Rn. 60, 124, unter Hinweis auf ÜbK GZ 1999/2/3-13. In der Schweiz wurde die Neuregelung durch die UEK-Empfehlung 0162/02 i.S. *Centerpulse AG* vom 11.6.2003 E. 4.4. vorgespurt. Dort hatte die UEK festgehalten, dass die Möglichkeit des Widerrufs des vorangehenden Angebots das freie Wahlrecht der Angebotsempfänger (Art. 133 Abs. 1 FinfraG/Art. 30 Abs. 1 BEHG) illusorisch mache.

<sup>60</sup> Siehe Art. 13 UEV. Für die Doktrin: *Reutter*, Das bedingte Übernahmeangebot, Diss. St. Gallen 2002, passim.

<sup>61</sup> Siehe hierzu etwa *Tschäni/Diem*, in: Tschäni (Fn. 14), S. 53, 54.

<sup>62</sup> Zustimmend zur SIG-Rechtsprechung auch *Bilek/von der Crone*, SZW 2007, 403, 409.

## 2. Unverhältnismässige Regelung?

Im bundesgerichtlichen Verfahren wurde sodann der Einwand erhoben, der Wissensvorsprung des potentiellen Anbieters sei für den Erstanbieter irrelevant, solange kein Angebot erfolge. Trete der potentielle Anbieter nicht in den Wettbewerb ein, so könne er den Erfolg des Anbieters nicht gefährden.<sup>63</sup> Mit diesem Argument wird noch einmal unterstrichen, das Informationsprivileg für potentielle Anbieter fördere den Wettbewerb.<sup>64</sup> Gleichzeitig beinhaltet es aber auch die implizite Kritik, die informationelle Gleichbehandlung des effektiven Anbieters mit dem potentiellen Anbieter beinhalte eine unverhältnismässige Einschränkung des privatautonomen Handlungsspielraums der Zielgesellschaft.

Das Bundesgericht hielt dem entgegen, der Erstanbieter habe nicht erst Interesse an einer Due-Diligence-Prüfung, wenn der potentielle Anbieter sein Angebot tatsächlich unterbreitet habe:

„Die Zielgesellschaft könnte den ihr genehmen Konkurrenten insofern bevorteilen, als sie diesem eine Pre-Offert Due Diligence ermöglicht und ihm damit gestattet, sein Angebot gestützt auf den entsprechenden Wissensvorsprung in Kenntnis aller preisrelevanten Aspekte auszuarbeiten, während der aktuelle Anbieter warten müsste und kein Anrecht auf eine Due Diligence hätte, solange der potentielle Anbieter sein Angebot nicht tatsächlich unterbreitet, was mit dem Gebot eines raschen Verfahrens [...] und der Anforderung, dass sich dessen Gesamtdauer nicht übermässig hinausziehen soll [...] kaum vereinbaren liesse.“<sup>65</sup>

Auch dieses Argument des Bundesgerichts verdient Zustimmung. Geht man davon aus, dass die informationelle Gleichbehandlung zwischen dem Erstanbieter und dem potentiellen Anbieter geeignet ist, das übernahmerechtliche Ziel eines effektiven Bieterwettbewerbs zu verwirklichen, so spricht das Gebot des raschen Verfahrens für die Notwendigkeit einer Gleichbehandlung ab dem Zeitpunkt, in dem die Zielgesellschaft dem potentiellen Konkurrenzanbieter eine Due Diligence gewährt hat.<sup>66</sup> Sodann ist die informationelle Gleichbehandlung der Zielgesellschaft auch zuzumuten: Sie entscheidet autonom darüber, ob sie überhaupt eine Due Diligence gewähren will. Entscheidet sie sich aber dafür, so signalisiert sie ihre Übernahmebereitschaft. Dann darf sie darauf auch behaftet werden.

Im Ergebnis ist die informationelle Gleichbehandlung in der Auslegung des Bundesgerichts für die Verwirklichung der übernahmerechtlichen Zielsetzung geeignet, erforderlich und zumutbar. Folglich ist auch dem Grundsatz der Verhältnismässigkeit Genüge getan.

---

<sup>63</sup> BGE 133, 232, 236.

<sup>64</sup> So ausdrücklich BGE 133, 232, 236.

<sup>65</sup> BGE 133, 232, 243.

<sup>66</sup> Zur Problematik der Dauer von Übernahmeverfahren mit konkurrierenden Angeboten siehe *Watter/Maizar*, in: Tschäni (Fn. 6), S. 1, 42 ff.; *von der Crone*, in: Schweizerische Übernahmekommission (Fn. 8), S. 1, 10 f.

### 3. Unvollständige Regelung?

Schliesslich wurde gegen den SIG-Holding-Entscheid vorgebracht, die Anwendung des Gleichbehandlungsgrundsatzes bleibe auf halbem Wege stecken: Wenn der Erstanbieter im Vergleich zum potentiellen Konkurrenzanbieter Anspruch auf Gleichbehandlung habe, so müsse dies umgekehrt auch für den potentiellen Konkurrenzanbieter im Vergleich zum Erstanbieter gelten, sofern dieser eine Finanzierung glaubhaft gemacht habe. Dies sei vor allem bei freundlichen Angeboten zentral. Dort verhindere der fehlende Anspruch auf gleichberechtigte Due Diligence seitens des potentiellen Konkurrenzanbieters den Wettbewerb, wo er am Notwendigsten sei. Denn bei diesen Angeboten stelle sich für die Aktionäre immer die Frage, ob der höchstmögliche Preis erzielt wurde. Könne sich der potentielle Konkurrenzanbieter nicht auf den Gleichbehandlungsgrundsatz berufen, so werde ein Wettbewerb erheblich erschwert.<sup>67</sup>

Das Bundesgericht äussert sich zur Einseitigkeit des Gleichbehandlungsanspruchs wie folgt:

„Wenn die Zielgesellschaft allfälligen Interessenten, welche noch kein verbindliches Angebot gemacht haben, Zugang zu bestimmten Informationen verschafft, dann muss sie diese in gleichem Umfang und Qualität auch demjenigen gewähren, der als einziger bereits ein verbindliches Angebot vorgelegt hat und die damit verbundenen Risiken eingegangen ist. Die potentiellen Anbieter verfügen ihrerseits über keinen solchen Anspruch, da sie dies noch nicht getan haben; im Übrigen dürfte es regelmässig nicht im Gesellschaftsinteresse liegen, vertrauliche Informationen einer Mehrzahl von lediglich (abstrakt) interessierten Parteien offen zu legen, ohne dass es am Ende überhaupt zu einem Konkurrenzangebot kommt [...]“<sup>68</sup>

Auch bei der Frage nach einem umgekehrten Gleichbehandlungsanspruch spielt mithin für das Bundesgericht die ungleiche Risikolage zwischen einem bestehenden und einem potentiellen Anbieter eine entscheidende Rolle. Hinzu kommt das Interesse der Zielgesellschaft an einer Begrenzung bei der Offenlegung vertraulicher Unternehmensinformationen.

Die Auffassung des Bundesgerichts ist vertretbar, wobei das Geheimhaltungsargument nicht gleichermassen ins Gewicht fällt wie das Risikoargument. Ersterem kann man Rechnung tragen, indem man vom potentiellen Konkurrenzanbieter den Nachweis eines ernsthaften Übernahmeinteresses verlangt, bevor man ihm die Due Diligence zugesteht. Auf diese Weise kann man die Zahl der Trittbrettfahrer begrenzen. Das Risikoargument hingegen hat weiterhin Bestand und verdient grundsätzlich Zustimmung. Allerdings zeigen sich in der rechtsvergleichenden Perspektive andere Lösungsansätze.

---

<sup>67</sup> So insbesondere *Schenker*, in: Tschäni (Fn. 10), S. 129, 160 f. Für das österreichische Recht bejaht auch den Anspruch des potentiellen Konkurrenzanbieters auf eine Due Diligence, sofern dem Erstanbieter eine solche gewährt wurde, *Winner* (Fn. 2), S. 206 f.

<sup>68</sup> BGE 133, 232, 242.

Der Takeover Code räumt bei der bieterbezogenen informationellen Gleichbehandlung dem „bona fide potential offeror“ dieselben Rechte ein wie dem „offeror“.<sup>69</sup> Auch unter dem damaligen deutschen Übernahmekodex genügte für den Anspruch auf informationelle Gleichbehandlung die Glaubhaftmachung eines „ernsthaften Interesses“ an einer Übernahme.<sup>70</sup> Für das österreichische Recht wird von prominenter Seite eine entsprechende Auffassung vertreten.<sup>71</sup> In diesem Punkt könnte man eine Rechtsfortbildung in Erwägung ziehen, wobei die zentrale Frage bleibt, mit welcher Anreizstruktur man den Bieterwettbewerb effektiv besser fördert. Dass man mehr „ernsthafte Interessenten“ gewinnen kann, wenn man ihnen den Anspruch auf Due Diligence gewährt, ist plausibel. Andererseits überbürdet man dem Erstanbieter weitere „First Mover“-Kosten, was seinerseits negative Anreize setzt.

## VI. Schluss

Gesellschafts- und Kapitalmarktrechtsgeschichten entstehen durch bahnbrechende Entscheidungen der Judikative. Manchmal sind sie aber auch berühmten Akteuren geschuldet. Der SIG-Holding-Entscheid des Bundesgerichts verbindet beide Aspekte. Die Schweizerische Industriegesellschaft SIG hat die hiesige Industriegeschichte des 19. und 20. Jahrhunderts massgeblich geprägt. Der Übernahmekampf um ein solches Traditionsunternehmen konnte nicht leise vor sich gehen. Wo kosten- und reputationsmässig viel auf dem Spiel steht, werden die Rechtsfragen besonders genau analysiert und allenfalls vor das Bundesgericht getragen.

Im Fall SIG lautete die zentrale Rechtsfrage, wie weit eine Zielgesellschaft zur informationellen Gleichbehandlung von bestehenden und potentiellen Konkurrenzanbietern verpflichtet ist. Das Bundesgericht hat entschieden, dass diese Gleichbehandlungspflicht weit zu verstehen ist. Es hat die Zugangsberechtigung für die Due Diligence neu festgelegt, indem es die Zielgesellschaft verpflichtet hat, dem nicht genehmen Erstanbieter die Due Diligence zu gewähren, nachdem sie diese einem genehmen, aber erst potentiellen Konkurrenzanbieter zugesagt hatte. Mit diesem weit verstandenen Gleichbehandlungsgebot honoriert das Bundesgericht insbesondere auch die Risikolage des unwillkommenen Erstanbieters. Der Handlungsspielraum der Zielgesellschaft

---

<sup>69</sup> Rule 20.2 Takeover Code (Equality of information to competing offerors) lautet wie folgt: „Any information given to one offeror or potential offeror [...] must, on request, be given equally and promptly to another offeror or bona fide offeror even if that other offeror is less welcome. [...]“.

<sup>70</sup> Siehe dazu *Fleischer*, ZIP 2002, 651, 652.

<sup>71</sup> So etwa *Winner* (Fn. 2), S. 206 f. Der Autor ist heute Vorsitzender der österreichischen Übernahmekommission.

wird damit allerdings empfindlich eingeschränkt. Insofern hat das Bundesgericht mit dem SIG-Holding-Entscheid an grundlegenden Schrauben der übernahmerechtlichen Maschinerie gedreht. Heute gilt: Wer sich als Gesellschaft mit der Gewährung einer Due Diligence „in play“ bringt, muss auch unfreundliches Scheinwerferlicht erdulden.