

Schwanengasse 12
Postfach
CH-3001 Bern
Telefon +41 31 322 69 11
Telefax +41 31 322 69 26
info@ebk.admin.ch
www.ebk.admin.ch



Eidgenössische Bankenkommission
Commission fédérale des banques
Commissione federale delle banche
Swiss Federal Banking Commission

VERFÜGUNG

der Übernahmekammer der Eidg. Bankenkommission

Dr. Eugen Haltiner, Präsident, Dr. Anne Héritier Lachat, Prof. Jean-Baptiste Zufferey, Kammermitglied ad hoc

vom 20. November 2006

in Sachen

SIG Holding AG

betreffend

**Ablehnung der Empfehlung I der Übernahmekommission vom 26. Oktober
2006**



Sachverhalt:

(1) Die SIG Holding AG („SIG“ oder „Zielgesellschaft“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Neuhausen am Rheinfall. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 39'000'000, aufgeteilt in 6'500'000 Namenaktien mit einem Nennwert von je CHF 6 („SIG-Aktien“). Die Namenaktien sind an der SWX Swiss Exchange kotiert.

(2) Die Romanshorn S.A. („Romanshorn“ oder „Anbieterin“) ist eine Gesellschaft mit Sitz in Luxemburg. Sie wird gemeinsam beherrscht von Ferd AS, Lysaker, Norwegen („Ferd“) und von durch Tochtergesellschaften der CVC Capital Partners Group Sàrl, Luxemburg, beratenen Fonds („CVC“). Ferd ist Eigentümerin der Elopak AS, Spikkestad, Norwegen.

(3) Mit Medienmitteilung vom 24. September 2006 teilte der Verwaltungsrat der SIG der Öffentlichkeit mit, dass Romanshorn mit Schreiben vom 22. September 2006 Interesse bekundet habe, die Aktien der SIG zum Preis von CHF 325 bis 350 zu übernehmen. Dieses Angebot lehnte der Verwaltungsrat als zu tief ab.

(4) Am 25. September 2006 kündigte Romanshorn in den elektronischen Medien an, dass sie ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden SIG-Aktien unterbreiten werde („Voranmeldung“).

(5) Am 26. September 2006 wurde die Voranmeldung landesweit publiziert, indem diese in mehreren Zeitungen in deutscher und französischer Sprache veröffentlicht wurde. Der Preis des Angebots wurde mit CHF 325 netto je SIG-Aktie beziffert. Zugleich stellte Romanshorn in Aussicht, den Angebotspreis bis auf CHF 350 netto zu erhöhen, sofern SIG ihr umfangmässig eine Due Diligence-Prüfung gemäss dem Schreiben von Ferd an den Verwaltungsrat der SIG gewähre und sie gestützt hierauf zur Überzeugung gelange, dass der Angebotspreis von CHF 325 keinen fairen Gegenwert für die SIG-Aktien darstelle. Weiter hielt Romanshorn jedoch fest, dass die mögliche Erhöhung des Angebotspreises in ihrem alleinigen Ermessen liege. Zudem verknüpfte sie ihr Angebot mit Bedingungen.

(6) In einer Medienmitteilung vom 5. Oktober 2006 teilten Ferd und CVC mit, dass Oyster Rock Ltd., Jersey („Oyster Rock“) - eine eigens zu diesem Zweck verwendete Gesellschaft, die gemeinsam vom Ferd und CVC kontrolliert wird - mit gegenwärtigen SIG-Aktionären, darunter durch Sterling Strategic Value Ltd. kontrollierte juristische Personen, eine Vereinbarung über den Kauf von deren SIG-Aktien getroffen habe. Mit diesen neu erworbenen Aktien halte Ferd und CVC direkt und indirekt rund 8.15% der SIG.

(7) Oyster Rock hatte am 5. Oktober 2006 mit einem Vertreter verschiedener Aktionäre („Ex-Aktionäre“) zwei Kaufverträge über insgesamt 5.77% des Aktienkapitals von SIG abgeschlossen. Diese Kaufverträge enthalten die folgenden Bestimmungen zum



Kaufpreis und dessen Anpassung an den Angebotspreis im Übernahmeverfahren um SIG (Preisanpassungs-Klausel):

(8) Bei Vollzug der Kaufverträge ist eine Barauszahlung von CHF 325 je Aktie fällig („Purchase Price in General“). Bei einer Erhöhung des Angebotspreises über die CHF 325 gemäss Voranmeldung durch Romanshorn haben die Verkäufer Anspruch auf diesen zusätzlichen Betrag („Purchase Price in case of increased Offer“). Dabei wird ausdrücklich festgehalten: „This right puts Seller into the same position as any shareholder tendering its Shares during the offer period.“ Im Falle eines Konkurrenzangebots durch einen Drittanbieter, das von Romanshorn nicht überboten wird, wird den Verkäufern der wie folgt zu berechnende Anspruch eingeräumt („Purchase Price in case of Competing Offer“):

- Bei einem Drittangebot von bis und mit CHF 350 je Aktie:
(Drittangebotspreis - der bereits bezahlte Preis) x 95%
- Bei einem Drittangebot über CHF 350 je Aktie:
(Drittangebotspreis - der bereits bezahlte Preis) x 70%

Zweck des „Purchase Price in case of Competing Offer“ ist gemäss den Kaufverträgen, die Verkäufer dafür zu entschädigen, dass ihnen im Gegensatz zu den im öffentlichen Kaufangebot andienenden Aktionären verwehrt ist, bei Konkurrenzangeboten gestützt auf Art. 47 UEV-UEK frei zu wählen, welches Angebot sie annehmen wollen.

(9) Die Übernahmekommission („UEK“) behandelte in ihrer Empfehlung I vom 26. Oktober 2006 („Empfehlung I“) unter anderem die Frage, wie diese Preisanpassungsklausel übernahmerechtlich zu beurteilen sei. Dabei kam die UEK zum Schluss, dass die Preisanpassungsklausel den Aktionären, die im Rahmen der obgenannten Kaufverträge ihre Aktien veräussert hatten, ermögliche, weiterhin an einer allfälligen Erhöhung des Angebotspreises durch Romanshorn und/oder einen Drittanbieter zu partizipieren. Damit gelangten diese ehemaligen Aktionäre in den Genuss einer Preisabsicherung nach unten, d.h. einer „Preisgarantie“, und eines vertraglichen Rechts auf Preisanpassung nach oben, d.h. einer Preisanpassungs-„Option“. Die UEK entschied, dass Romanshorn den Angebotspreis um den Wert dieser Preisanpassungs-„Option“ zu erhöhen habe, um die Gleichbehandlung der Aktionäre wieder herzustellen. Die Bewertung der Preisanpassungs-„Option“ sei durch die Prüfstelle zu berechnen und durch die UEK festzusetzen. Sollte aber die Prüfstelle zum Schluss gelangen, dass sich die Preisanpassungs-„Option“ nicht bewerten lasse, so habe Romanshorn auf sämtliche Bedingungen - mit einer Ausnahme - zu verzichten.

(10) Mit Eingabe vom 1. November 2006 an die UEK und die Übernahmekammer der Eidg. Bankenkommission („EBK“) lehnte Romanshorn die Empfehlung I teilweise ab:

„1. Die Anbieter lehnen die Ziffern 2 und 3 des Dispositivs der Empfehlung vom 26. Oktober 2006 i.S. öffentliches Kaufangebot der Romanshorn S.A. / SIG Holding AG („Empfehlung“) i.S.v. Art. 5 UEV-UEK ab; abgelehnt werden somit die folgenden Anordnungen bzw. Feststellungen:



Es wird festgestellt, dass durch den Abschluss der in Erwägung 3.2 genannten Kaufverträge der Gleichbehandlungsgrundsatz von Art. 24 Abs. 2 BEHG verletzt wurde.

Die Romanshorn S.A., Luxemburg, hat die Gleichbehandlung wie folgt ‚wiederherzustellen‘:

- (i) Die Romanshorn S.A., Luxemburg, erhöht den Angebotspreis im Umfang des von der Prüfstelle berechneten und von der Übernahmekommission festgesetzten Wertes der Preisanpassungs-,Option‘.*
- (ii) Sollte die Prüfstelle zum Schluss gelangen, dass sich die Preisanpassungs-,Option‘ nicht bewerten lässt, hat die Romanshorn S.A., Luxemburg, auf sämtliche Bedingungen zu verzichten. In diesem Fall ist es ihr gestattet, Bedingung c gemäss Voranmeldung beizubehalten.“*

(11) Mit Eingabe vom 2. November 2006 an die UEK lehnte SIG die Empfehlung I teilweise ab.

(12) Mit Empfehlung II vom 2. November 2006 („Empfehlung II“) entschied die UEK unter anderem, dass die Bewertung der Preisanpassungs-„Option“ neu, in Abänderung von Empfehlung I, durch einen unabhängigen Experten zu erfolgen habe. Diese Bewertung durch den unabhängigen Experten liegt derzeit noch nicht vor.

(13) Am 3. November 2006 lud die EBK Romanshorn und SIG ein, ihre jeweilige Ablehnung der Empfehlung I zu begründen. SIG zog aufgrund der Empfehlung II gleichentags ihre Ablehnung (vgl. Rz. 11) zurück.

(14) Der Angebotsprospekt der Romanshorn für alle sich im Publikum befindenden SIG-Aktien wurde am 6. November 2006 veröffentlicht. Der Angebotspreis beträgt demnach CHF 325 netto, wobei im Prospekt darauf hingewiesen wird, dass eine allfällige Anpassung des Angebotspreises Gegenstand einer Prüfung durch einen neutralen Experten sei und gegebenenfalls durch die UEK bzw. die EBK festgelegt werde. Weiter wird im Bericht der Prüfstelle auf die Ablehnung der Empfehlung I durch die Anbieterin hingewiesen. Das Angebot wird weiterhin mit Bedingungen verknüpft, wobei sich die Anbieterin vorbehält, auf eine oder mehrere der Bedingungen zu verzichten bzw. bei Nichterfüllung von Bedingungen das Angebot zurückzuziehen.

(15) Am 8. November 2006 reichte Romanshorn der EBK ihre Begründung zur Ablehnung ein. Dabei stellte sie die folgenden Anträge:

„Es sei festzustellen, dass durch den Abschluss und Vollzug der Aktienkaufverträge zwischen Oyster Rock Ltd. und [...] die Best Price Rule und die börsenrechtliche Gleichbehandlung nicht verletzt wurde.

Eventualiter sei festzustellen, dass durch den Abschluss und den Vollzug der Aktienkaufverträge zwischen Oyster Rock Ltd. und [...] die Best Price Rule nicht verletzt ist, wenn der Wert der vertraglichen Preisanpassung objektiv nicht berechenbar bzw. die vertragliche Preisanpassung objektiv nicht bewertbar ist und das An-



gebot dementsprechend unter Aufrechterhaltung sämtlicher Bedingungen durchgeführt werden kann.

Subeventualiter sei festzustellen, dass im Fall der Nichtbewertbarkeit der vertraglichen Preisanpassung und der Aufrechterhaltung der von der Übernahmekommission vorgeschlagenen Wiederherstellung der Gleichbehandlung die Anbieterin auf jeden Fall zusätzlich zu Bedingung c) die Bedingungen e) und f) in das Angebot aufnehmen kann.“

(16) Diese Begründung leitete die EBK am selben Tag an die Rechtsvertreter der SIG und an die UEK zur Stellungnahme weiter. Die Stellungnahmen der SIG und der UEK zur Ablehnung der Empfehlung I durch die Anbieterin wurden der EBK am 13. November 2006 eingereicht. Die UEK hält gemäss ihrer Eingabe vollumfänglich an den Erwägungen der Empfehlung I fest. Die SIG legte mit ihrer Eingabe ein „Gutachten zum Wert des Nachbesserungsrechts“ von Herrn Prof. Heinz Zimmermann und Herrn Dr. Alfred Bühler ins Recht und stellte die folgenden Anträge:

„1. Die Anbieterin sei zu verpflichten, die Gleichbehandlung wie folgt wieder herzustellen:

- (i) Indem sie den Angebotspreis im Umfang des von einem unabhängigen Experten festgestellten und der Übernahmekommission festgesetzten Wertes des Nachbesserungsrechts erhöht;*
- (ii) Eventualiter, für den Fall, dass der unabhängige Experte zum Ergebnis gelangt, dass das Nachbesserungsrecht nicht bewertet werden kann, indem sie auf sämtliche Bedingungen ihres Angebots, mit Ausnahme der Bedingung c, soweit diese im Übrigen als zulässig erachtet wird, verzichtet.*

2. Alles unter Kosten- und Entschädigungsfolgen zu Lasten der Anbieterin.“

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

(18) Mit Empfehlung IV vom 17. November 2006 verlängerte die UEK die Karenzfrist um 10 Börsentage bis zum 1. Dezember 2006.

(19) Die Übernahmekammer im vorliegenden Übernahmeverfahren setzt sich zusammen aus Herrn Dr. Eugen Haltiner als Präsident, Frau Dr. Anne Héritier Lachat, sowie Herrn Prof. Jean-Baptiste Zufferey als Kammermitglied ad hoc.

Erwägungen

(20) Die UEK ist gemäss Art. 23 Abs. 3 des Bundesgesetzes vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG; SR 954.1) zuständig, die Einhaltung der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote im Einzelfall zu über-



prüfen und Empfehlungen zu erlassen. Werden Ihre Empfehlungen abgelehnt, so melden sie dies der Aufsichtsbehörde, d.h. der EBK (Art. 23 Abs. 4 BEHG), die gestützt hierauf ein verwaltungsrechtliches Verfahren durchführt und eine Verfügung erlässt (Art. 23 Abs. 4; Art. 35 Abs. 1 BEHG).

(21) Lehnen die Parteien eine Empfehlung ab, so müssen sie dies der Übernahmekommission gemäss Art. 5 Abs. 1 der Verordnung der Übernahmekommission vom 21. Juli 1997 über öffentliche Kaufangebote (Übernahmeverordnung-UEK, UEV-UEK; SR 954.195.1) spätestens fünf Börsentage nach Empfang der Empfehlung schriftlich melden. Romanshorn nahm als Anbieterin im vorliegenden Übernahmeverfahren der UEK teil und ist somit als Partei befugt, deren Empfehlung I vom 26. Oktober 2006 abzulehnen. Die an die UEK wie auch die EBK gerichtete Ablehnung vom 1. November 2006 erfolgte innert fünf Börsentagen und somit fristgerecht.

1. Verletzung des übernahmerechtlichen Prinzips der Gleichbehandlung

(22) Vorliegend ist zum ersten strittig, ob das Prinzip der Gleichbehandlung durch die Preisanpassungsklausel verletzt wird, die die beiden Kaufverträge vom 5. Oktober 2006 vorsehen.

(23) Hierzu führt Romanshorn im Wesentlichen das folgende aus: Es seien insgesamt 372'791 SIG-Aktien zum Preis von CHF 325 definitiv, d.h. unbedingt und ohne Rückabwicklungsmöglichkeit, verkauft worden. Die Verträge enthielten schlichte Preisanpassungen für den Fall einer Erhöhung des Angebots bzw. im Falle einer erfolgreichen Konkurrenzofferte. Das Börsenrecht statuiere keine absolute Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft, was in der Kontrollprämienregelung von Art. 32 Abs. 4 BEHG zum Ausdruck käme, so wie weiter in der Tatsache, dass das Schweizerische Übernahmerecht den Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft nach Publikation des Übernahmeangebots auch ausserhalb dieses Angebots zulasse. Die börsenrechtliche Gleichbehandlung der Aktionäre nach Art. 24 Abs. 2 BEHG sei in Art. 10 UEV-UEK abschliessend konkretisiert. Auch im Übernahmerecht gelte die Vertragsautonomie, womit Vertragsregelungen und –gestaltungen, die nicht ausdrücklich verboten sind, zulässig seien. Eine Verletzung der „Best Price Rule“ gemäss Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK liege nicht vor, da der den verkaufenden Aktionären bezahlte Preis von CHF 325 demjenigen des Angebots entspreche, wohingegen die Preisanpassungsklausel als blosser Anwartschaft nicht relevant sei. Vielmehr würden diese Preisanpassungen sicherstellen, dass diejenigen Aktionäre, die bereits verkauft hätten, unter keinen Umständen einen höheren Betrag als die im Angebot andienenden Aktionäre erhielten; in Bezug auf die Konkurrenzofferte seien die verkaufenden Aktionäre sogar schlechter gestellt. Wenn man nun dennoch die Verletzung der „Best Price Rule“ durch die Preisanpassungsklausel bejahe, jedoch keine Bewertung der vertraglichen Preisanpassung vorgenommen werden könne, so habe die Preisanpassung auch keinen Wert und könne auch nicht aus Gründen der Gleichbehandlung „kompensiert“ werden. Ein Wegfall der Bedingungen, wie dies die UEK für diesen Fall in der Empfehlung I festgelegt habe, sei für die Anbieterin aufgrund der statutarischen Kontrollhindernisse der SIG jedenfalls unzumutbar.



(24) Die SIG weist einleitend darauf hin, dass die Ex-Aktionäre neben dem Barpreis von CHF 325 ein Nachbesserungsrecht erhalten hätten. Dieses Nachbesserungsrecht sei vertraglich so ausgestaltet, dass es selbständig handelbar sei. Letztlich handle es sich dabei um ein Derivat, basierend auf der SIG-Aktie, dessen Auszahlung vom Ausgang des öffentlichen Kaufangebots abhängige. Der Wert dieses Anspruchs auf zukünftige Zahlung müsse, wie bei jedem anderem Derivat, das in Zukunft zu einer Zahlung in heute ungewisser Höhe führen könne, berechnet werden. Aufgrund von Art. 38 Abs. 3 der Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommision vom 25. Juni 1997 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-EBK, BEHV-EBK; SR 954.193) sei klar, dass der Begriff „Preis“ i.S.v. Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK nicht nur Barzahlungen erfasse, sondern auch andere Leistungen, die einen Wert hätten. Durch die Einräumung des Nachbesserungsrechts hätten die Verkäufer gegenüber den im Angebot andienenden Aktionären ein Mehr erhalten, das gemäss Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK zu berücksichtigen sei. Der Wert des Nachbesserungsrechts müsse dabei für den Zeitpunkt festgelegt werden, in dem es dem Verkäufer gewährt worden sei. Das Vorbringen der Anbieterin, dass Art. 10 UEV-UEK nicht abschliessend sein solle, sei nicht nachvollziehbar; die Empfehlungspraxis der UEK zeige, dass bestimmte Klauseln in Angeboten unzulässig sein könnten, selbst wenn keine ausdrückliche Verbotsnorm bestehe. Durch das Gutachten von Prof. Zimmermann und Dr. Bühler sei ferner bewiesen, dass das Nachbesserungsrecht bewertbar sei. Sollte wider Erwarten festgestellt werden, dass eine Bewertung nicht möglich sei, so müsse eine andere Lösung gefunden werden, um die Aktionäre gleichzustellen. Dies sei – neben anderem – auch dadurch möglich, dass der Lösung der UEK gefolgt werde, somit die Anbieterin ihre Bedingungen bis auf eine zu streichen habe.

(25) Die UEK hält in ihrer Stellungnahme einfürend fest, dass der Gleichbehandlungsgrundsatz ein zentrales Prinzip des Börsenrechts sei. Dieses finde sich in den Zweckartikeln des Börsengesetzes und der Übernahmeverordnung-UEK sowie in Art. 24 Abs. 2 BEHG. Eine Reihe von beispielhaften Konkretisierungen fänden sich in Art. 10 UEV-UEK. Demzufolge sei der Gleichbehandlungsgrundsatz immer zu respektieren, auch ausserhalb von Art. 10 UEV-UEK. Weiter handle es sich bei Art. 24 Abs. 2 BEHG um zwingendes Recht, das nicht mittels privatautonomer Vereinbarung ausser Kraft gesetzt werden könne. Der Gleichbehandlungsgrundsatz sei durch die Preisanpassungsklausel verletzt, da den Ex-Aktionären dadurch eine Besserstellung gewährt werde, die die Empfänger des Angebots nicht erhalten. Im Übrigen ergebe sich aus Art. 38 Abs. 3 BEHV-EBK, dass nicht nur Barzahlungen, sondern auch andere von der Anbieterin erbrachte wesentliche Leistungen oder Werte berücksichtigt werden müssten. Weiter sei auch bei mangelnder Bewertbarkeit der Preisanpassungsklausel der Gleichbehandlungsgrundsatz verletzt, insofern den Ex-Aktionären dadurch eine Besserstellung gewährt werde. Diese Besserstellung weise einen Wert aus, ob nun bezifferbar oder nicht. Dass die Anbieterin bei einem Verzicht auf die Bedingungen des Angebots sich in einer angeblich unzumutbaren Situation befinde, habe sich diese selbst zuzuschreiben. Aus der Verletzung der Gleichbehandlung könne sie nichts zu ihren Gunsten ableiten.

(26) Gemäss Art. 24 Abs. 2 BEHG hat ein Anbieter die Besitzer von Beteiligungspapieren derselben Art gleich zu behandeln. Konkretisierungen dieses Gleichbehandlungsprinzips finden sich in Art. 10 UEV-UEK, so z.B. die sog. „Best Price Rule“ (Art. 10



Abs. 6 UEV-UEK). Danach kann der Anbieter nach Veröffentlichung des Übernahmeangebots nur dann zu einem über dem Angebot liegenden Preis Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft erwerben, wenn er diesen Preis allen Empfängern des Angebots anbietet. Unter Berücksichtigung der „Best Price Rule“ stellt das schweizerische Übernahmerecht dem Anbieter somit frei, Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft auch ausserhalb des Angebots zu erwerben. Gemäss Praxis der UEK ist die „Best Price Rule“ im Falle der Voranmeldung des Angebots bereits ab deren Veröffentlichung zu beachten (vgl. Empfehlung der UEK in Sachen Berna Biotech AG vom 13. Dezember 2005, Erw. 5). Dabei stellen UEK und SIG zu Recht fest, dass Art. 10 UEV-UEK den übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz nicht in abschliessender Weise konkretisiert; vielmehr gilt es, die Gleichbehandlung der Aktionäre gemäss Art. 24 Abs. 2 BEHG im Übernahmeverfahren im allgemeinen zu berücksichtigen.

(27) Die Kaufverträge vom 5. Oktober 2006 sehen bei Vollzug der Kaufverträge einen Barpreis von CHF 325 vor. Weiter wird den Ex-Aktionären über die Preisanpassungsklausel die Möglichkeit eingeräumt, von einer allfälligen Erhöhung des Angebotspreises zu profitieren, und zwar bei einer Erhöhung durch die Anbieterin zu 100% bzw. durch einen Drittanbieter zu 95% bzw. 70% (vgl. oben Rz. 8). Die UEK hält in diesem Zusammenhang zu Recht fest, dass die im Rahmen der Kaufverträge verkaufenden Aktionäre, den Ex-Aktionären, nicht nur bei Vollzug sofort die Barkomponente von CHF 325 erhalten haben, sondern dass sie darüber hinaus – obwohl sie nicht mehr Aktionäre der Zielgesellschaft sind – weiterhin an einer allfälligen Erhöhung des Angebotspreises durch die Anbieterin und/oder einen Drittanbieter partizipieren (und zwar im Umfang von 70% bis 100%). Den Ex-Aktionären wird somit eine Preisabsicherung nach unten (Preisanpassungsgarantie) bzw. eine Recht auf Preisanpassung gegen oben (Preisanpassungs-„Option“) eingeräumt. Damit wird diesen trotz Verkauf ihrer Aktien die Vorteile des Angebots bzw. in weitgehendem Masse diejenigen Vorteile eines möglichen Konkurrenzangebots weiterhin gewährt, ohne dass sie zugleich das Risiko des Scheiterns des Angebots bzw. allfälliger Drittofferten zu tragen haben. Sie erfahren eine Besserstellung gegenüber denjenigen Aktionären, die ihre Aktien im Rahmen des Übernahmeangebots andienen. Damit liegt eine Verletzung des übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes vor (vgl. Empfehlung I, Erw. 3.5.1).

(28) Es ist der UEK zu folgen, dass eine Wiederherstellung der Aktionärgleichbehandlung in erster Linie über eine Bewertung der Besserstellung der Ex-Aktionäre und eine entsprechende Aufbesserung des Angebotspreises erreicht werden kann. Somit ist bei einer Bewertung die Gesamtheit der den Ex-Aktionären mit Verträgen vom 5. Oktober 2006 eingeräumten Vorteile über die Barkomponente hinaus zu berücksichtigen, und zwar ab Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts, d.h. am 5. Oktober 2006.

(29) Zum zweiten ist strittig, ob eine Gleichbehandlung der Aktionäre auch dadurch erreicht werden kann, indem die Anbieterin auf ihre Angebotsbedingungen zu verzichten hat (vgl. vorstehend die Eventual- und Subeventualanträge von Romanshorn, Rz. 15), wie dies die UEK für den Fall verlangt, dass eine Bewertung der Preisanpassungsklausel und die entsprechende Anpassung des Angebotspreises nicht möglich sei.

(30) Die Vornahme der Bewertung erfolgt durch einen unabhängigen Experten und ist der UEK in einem Bericht zu unterbreiten, die wiederum gestützt hierauf den Wert



festsetzt, um den der Angebotspreis aufzubessern ist (vgl. Empfehlung I, Erw. 3.5.2 f. und Dispo. 3; Empfehlung II, Erw. 1.4 und Dispo. 2). Die UEK wird sich in einer Empfehlung zur Bewertung und der damit einhergehenden Anpassung des Angebotspreises zu äussern haben. Ebenso wird die UEK mit Empfehlung gegebenenfalls Stellung zu nehmen haben, weshalb eine bezifferbare Bewertung dieser Besserstellung und eine Berücksichtigung über den Angebotspreis allenfalls nicht möglich sein sollen und damit die Behebung der Ungleichbehandlung auf anderem Wege zu erfolgen habe.

(31) Das ausstehende Bewertungsgutachten sowie die darauf abgestützten Schlussfolgerungen der UEK sind massgeblich für die Beurteilung, ob gegebenenfalls auf anderem Wege als über die wertmässige Berücksichtigung der Preisanpassungsklausel eine Gleichbehandlung der Aktionäre erreicht werden kann. Ein Entscheid hierzu soll in Kenntnis der gesamten Faktenlage erfolgen. Unter diesen Umständen kann zum jetzigen Zeitpunkt keine abschliessende und umfassend begründete Beurteilung der Eventualanträge von Anbieterin und Zielgesellschaft vorgenommen werden. Folglich wird auf diese nicht eingetreten. Die EBK behält sich aber vor, nach Vorliegen des Gutachtens und der hierauf erfolgenden Empfehlung der UEK auf allenfalls offene Fragen zurückzukommen, so auch gegebenenfalls auf den von der UEK geforderten Bedingungsverzicht gemäss Ziff. 3 (ii) des Dispositivs von Empfehlung I.

2. Kosten und Parteientschädigung

(32) SIG beantragt, die Kosten- und Entschädigungsfolgen der Anbieterin zu auferlegen.

(33) Der Ausgang des vorliegenden Verfahrens hat zur Konsequenz, dass Romanshorn S.A. die Verfahrenskosten zu übernehmen hat. Von einer Parteientschädigung an SIG wird abgesehen.

Aus diesen Gründen und in Anwendung der Art. 1, 2 Bst. e., 22 ff. und namentlich Art. 24 Abs. 2 BEHG (SR 954.1), Art. 37 ff. BEHV-EBK (SR 954.193), Art. 1, 3, 5, 10 und 52 ff. UEV-UEK (SR 954.195.1), Art. 4-6 des Reglements vom 20. November 1997 über die Eidg. Bankenkommission (R-EBK; SR 952.721) sowie Art. 11 und 12 Abs. 1 Bst. e der Verordnung vom 2. Dezember 1996 über die Erhebung von Abgaben und Gebühren durch die Eidg. Bankenkommission (EBK-Gebührenverordnung, EBK-GebV; SR 611.014) hat die Übernahmekammer der Eidg. Bankenkommission



verfügt:

1. Der Grundsatz der Gleichbehandlung gemäss Art. 24 Abs. 2 des Bundesgesetzes vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel wird durch die Preis-anpassungsklausel der Kaufverträge vom 5. Oktober 2006 verletzt.
2. Auf die Eventualanträge der Parteien wird nicht eingetreten.
3. Die Verfahrenskosten von CHF 30'000 werden Romanshorn S.A., Luxemburg, auferlegt. Sie werden mit separater Post in Rechnung gestellt und sind innert 30 Tagen nach Eintritt der Rechtskraft zu überweisen.

EIDG. BANKENKOMMISSION

Dr. Eugen Haltiner
Präsident

Franz Stirnimann
Vizedirektor

Eine Verwaltungsgerichtsbeschwerde gegen diese Verfügung kann unter Beilegung derselben sowie allfälliger Belege und unter Anführung der Gründe binnen 30 Tagen beim Schweizerischen Bundesgericht in Lausanne schriftlich in zweifacher Ausfertigung eingereicht werden.

Zu eröffnen an: Romanshorn S.A., [...]
SIG Holding AG, [...]
Übernahmekommission, [...]

2006-11-13/103/16025