

**B****ÜBERNAHMEKOMMISSION      COMMISSION DES OPA  
COMMISSIONE DELLE OPA      SWISS TAKEOVER BOARD**

Selnaustrasse 32  
Postfach  
CH - 8021 Zürich

Tel. 41 (0) 1 229 229 0  
Fax 41 (0) 1 229 229 1  
www.takeover.ch

**EMPFEHLUNG IV****vom 11. April 2001****Öffentliches Kauf- und Umtauschangebot der InCentive Capital AG, Zug, für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Sulzer AG, Winterthur – Gesetzeskonformität des Angebotsprospekts**

**A.** Die Sulzer AG (Sulzer) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Winterthur. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 218'281'800.-- und ist eingeteilt in 3'638'030 Namenaktien von je CHF 60.-- Nennwert. Die Namenaktien sind an der Schweizer Börse kotiert.

**B.** Die InCentive Capital AG (InCentive) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zug. Das Aktienkapital beträgt CHF 42'944'040.-- und ist eingeteilt in 2'147'202 Inhaberaktien von je CHF 20.-- Nennwert, welche an der Schweizer Börse kotiert sind. Weiter besitzt InCentive ein genehmigtes Aktienkapital von CHF 21'472'020, welches in 1'073'601 Inhaberaktien von je CHF 20.-- Nennwert eingeteilt ist.

**C.** Am 19. Februar 2001 veröffentlichte InCentive die Voranmeldung eines öffentlichen Kauf- und Umtauschangebotes für alle sich im Publikum befindenden Aktien der Sulzer in den elektronischen Medien. Am folgenden Tag erschien die Voranmeldung landesweit in Tageszeitungen der deutsch- und französischsprachigen Schweiz.

**D.** In der Folge publizierte InCentive am 30. März 2001 die Zusammenfassung des Angebotsprospekts in den gleichen Tageszeitungen, in welchen die Voranmeldung erschienen war. Gemäss diesem Prospekt beabsichtigt InCentive eine Abspaltung der Sulzer Medica AG (Medica) mit einem Übernahmeangebot auf den Industrieteil von Sulzer zu kombinieren. Die vorgängige Abspaltung der Medica-Beteiligung soll anlässlich der Generalversammlung der Sulzer vom 19. April 2001 beschlossen werden. Derjenige Sulzer-Aktionär, welcher in der Folge bereit ist, das Übernahmeangebot von InCentive auf den Industrieteil von Sulzer anzunehmen, wird nach seiner Wahl CHF 410 in bar oder 0.9 InCentive-Aktien erhalten. Im Weiteren enthält das Angebot der InCentive diverse Bedingungen, welche nachstehend dargelegt werden.

Die Übernahmekommission gewährte der Zielgesellschaft hinsichtlich des Angebotsprospekts und danach der Anbieterin hinsichtlich der eingegangenen Stellungnahme das rechtliche Gehör.

**E.** Am 9. April 2001 gab die Anbieterin in den Tageszeitungen die Erhöhung ihres Angebotspreises bekannt. Der Präsident des Ausschusses lud die Parteien ein, hierzu Stellung zu nehmen. Die Übernahmekommission wird sich nach Eingang dieser Stellungnahmen in einer separaten Empfehlung zur Erhöhung des Angebotspreises äussern.

**F.** Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus den Herren Ulrich Oppikofer (Präsident), Alfred Spörri und Luc Thévenoz gebildet.

## **Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:**

### **1. Voranmeldung**

Gemäss Art. 7 Abs. 1 UEV-UEK kann ein Anbieter ein Angebot vor der Veröffentlichung des Angebotsprospekts voranmelden. Die daran geknüpften rechtlichen Wirkungen ergeben sich aus Art. 9 UEV-UEK. Art. 8 Abs. 1 UEV-UEK bestimmt, dass die Voranmeldung landesweite Verbreitung finden muss, indem sie in zwei oder mehreren Zeitungen in deutscher und französischer Sprache veröffentlicht wird. Ausserdem ist sie nach Abs. 2 dieser Bestimmung mindestens einem der bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen veröffentlichen, zuzustellen.

Im vorliegenden Fall enthielt die am 19. Februar 2001 in den elektronischen Medien publizierte Voranmeldung alle von Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK vorgeschriebenen Angaben. Die Publikation in den Tageszeitungen erfolgte innerhalb eines Börsentages. Somit entfaltete die Voranmeldung ihre Wirkungen am 19. Februar 2001 (siehe auch Empfehlung I in Sachen *Sulzer AG* vom 19. März 2001).

### **2. Angebotsstruktur**

**2.1** Sulzer kritisiert, dass sich das Angebot der InCentive auf etwas beziehe, dass es noch gar nicht gebe, nämlich die Sulzer-Aktien nach Abspaltung der Medica-Beteiligung. Die vorgängige Umstrukturierung, welche als eine resolutive Bedingung ausgestaltet sei, widerspreche der Struktur eines Übernahmeangebotes und verletze Art. 13 UEV-UEK.

**2.2** Neue Strukturen öffentlicher Kaufangebote sind für zulässig zu erachten, wenn sie den dem Übernahmerecht zugrunde liegenden Grundsätzen von Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung der Anleger gerecht werden. Die Übernahmekommission hielt hierzu bereits in ihrer Empfehlung I in Sachen *Sulzer AG* vom 19. März 2001 fest, dass in der von InCentive vorgeschlagenen Transaktion keine Verletzung der Grundstrukturen eines Übernahmeangebotes erblickt werden kann. Diese Empfehlung wurde von Sulzer akzeptiert. In ihrer Eingabe vom 6. April 2001 brachte die Zielgesellschaft keine neuen Argumente vor, welche eine Wiedererwägung dieser Beurteilung rechtfertigen würden.

### **3. Handeln in gemeinsamer Absprache**

Nach Art. 11 UEV-UEK i.V.m. Art. 15 Abs. 2 lit. c BEHV-EBK handelt der Anbieter grundsätzlich mit allen Mitgliedern seines Konzerns in gemeinsamer Absprache. InCentive erklärt im Angebotsprospekt, mit ihren Tochtergesellschaften Incentive Investment (Jersey) Ltd., BioCentive Limited Bermuda und Taj Investment Ltd. sowie der Incentive Asset Management AG in gemeinsamer Absprache zu handeln. Die genannten Gesellschaften sind damit den in Art. 12 UEV-UEK formulierten Regeln unterstellt. Die Prüfstelle hat zu prüfen, ob diese ihren entsprechenden Pflichten nachkommen.

### **4. Anwendung der Bestimmungen über Pflichtangebote**

**4.1** Gemäss Art. 10 Abs. 5, 1. Satz UEV-UEK hat sich das Angebot auf alle kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu erstrecken, wenn es sovielen Beteiligungspapieren umfasst, dass bei

deren Erwerb eine Angebotspflicht ausgelöst würde. Durch ihr Angebot beabsichtigt InCentive, alle sich im Publikum befindenden Sulzer-Namenaktien zu erwerben. Es erstreckt sich somit auf alle Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft und trägt Art. 10 Abs. 5, 1. Satz UEV-UEK gebührend Rechnung.

**4.2** Erstreckt sich das Angebot auf alle kotierten Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft, so hat der Angebotspreis den Bestimmungen über Pflichtangebote zu entsprechen (Art. 10 Abs. 5, letzter Satz UEV-UEK).

a) Nach Art. 32 Abs. 4 BEHG hat der Preis eines Pflichtangebotes mindestens dem Börsenkurs der anvisierten Titel zu entsprechen. Dieser Kurs ergibt sich gemäss Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK aus dem Durchschnitt der während der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung der Voranmeldung an einer Schweizer Börse ermittelten Eröffnungskurse für diese Beteiligungspapiere. Der Börsenkurs ist dabei von erheblichen Kurseinflüssen durch besondere Ereignisse zu bereinigen (Art. 37 Abs. 3 BEHV-EBK). Es soll so sichergestellt werden, dass bei der Prüfung der Einhaltung des Mindestpreises auf eine einheitliche Basis abgestellt wird. Der relevante Zeitraum, innerhalb welchem solche Ereignisse zu berücksichtigen sind, entspricht demjenigen bis zum Vollzug der Transaktion (siehe Empfehlung in Sachen *Alusuisse Group AG* vom 21. Juli 2000, E. 1.2).

Das Übernahmeangebot der InCentive bezieht sich einzig auf den Industrieteil von Sulzer. Um prüfen zu können, ob die gesetzlichen Bestimmungen betreffend Mindestpreis eingehalten sind, ist der Börsenkurs der Sulzer-Namenaktie per 19. Februar 2001 um den Wert von zwei auszuschüttenden Medica-Namenaktien zu bereinigen. Da Medica eine an der Schweizer Börse kotierte Gesellschaft ist, kann für die Bestimmung der Höhe dieses Abzuges auf den Börsenkurs des Medica-Titels abgestellt werden. Der Börsenkurs beider Titel ergibt sich nach Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK aus dem Durchschnitt der während der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung der Voranmeldung an einer Schweizer Börse ermittelten Eröffnungskurse. Der durchschnittliche Börsenkurs der Sulzer-Aktie belief sich somit auf CHF 1'141.70, derjenige der Medica-Aktie auf CHF 419.12. Der bereinigte Börsenkurs für eine Sulzer-Namenaktie entspricht folglich CHF 303.46. Der Angebotspreis von InCentive in der Höhe von CHF 410.-- in bar oder 0.9 InCentive-Inhaberaktien, was einem Wert von CHF 424.17 entspricht, erfüllt somit die erste Anforderung von Art. 32 Abs. 4 BEHG.

b) Weiter darf das Angebot gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG maximal 25 % unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Laut Angebotsprospekt haben InCentive und die mit ihr in gemeinsamer Absprache handelnden Personen in diesem Zeitraum 208'552 Sulzer-Aktien erworben. Der höchst bezahlte Preis, welchen InCentive am 19. Januar 2001 für eine Sulzer-Namenaktie bezahlte, betrug gemäss dem Angebotsprospekt CHF 1'209.50. Auch diesen Wert gilt es im Sinne der obigen Ausführungen zu bereinigen. Der höchste Preis, den InCentive für eine Sulzer-Namenaktie bezahlt hat, entspricht demnach CHF 349.16. Somit ist auch die zweite Anforderung von Art. 32 Abs. 4 BEHG erfüllt.

## **5. Darstellung des Angebotspreises**

Die Übernahmekommission hielt in ihrer Empfehlung I in Sachen *Sulzer AG* vom 19. März 2001 zur Voranmeldung von InCentive fest, dass die Darstellung des Angebotspreises hinsichtlich der geplanten Ausschüttung der Medica-Titel und des Angebotspreises zu verbessern sei. Dieser Aufforderung kam die Anbieterin nach. Die Einleitung des Angebotsprospekts umfasst einen detaillierten Beschrieb der Transaktion und deren Hintergründe. Dieser folgt eine Darstellung der einzelnen Verfahrensschritte, d.h. erstens der Abspaltung der Medica-Beteiligung und zweitens des Übernahmeangebotes für den Industrieteil von Sulzer. Der Beschrieb des Angebotspreises in Ziff. 5 des Prospekts enthält neben den Angaben zur Cash- und Umtauschofferte Informationen zu den Steuer-

folgen beider Angebote. Die im Prospekt gewählte Darstellung des Angebotspreises trägt den Grundsätzen von Transparenz und Lauterkeit in genügendem Mass Rechnung.

## **6. Änderungen des Angebotsprospekts im Vergleich zur Voranmeldung**

InCentive bietet in der Voranmeldung den Sulzer-Aktionären 0.9 InCentive-Inhaberaktien von je CHF 20.-- Nennwert zum Tausch an. Im Angebotsprospekt gibt sie nun bekannt, dass der Verwaltungsrat an der ordentlichen Generalversammlung der InCentive vom 26. April 2001 eine Nennwertherabsetzung von CHF 20.-- auf CHF 0.05 je InCentive-Aktie beantragen wird. Das Umtauschangebot bezieht sich somit nicht auf InCentive-Aktien mit CHF 20.-- Nennwert, sondern auf InCentive-Aktien mit CHF 0.05 Nennwert. Sulzer sieht darin eine Konditionenänderung, die nicht mit Art. 9 UEV-UEK zu vereinbaren sei.

Art. 9 UEV-UEK verlangt, dass das Kaufangebot den Konditionen der Voranmeldung entsprechen muss. InCentive macht geltend, dass sie es sich bereits in der Voranmeldung vorbehalten habe, das Austauschverhältnis für Sulzer-Aktionäre, welche sich für die Titel der Anbieterin entscheiden, unter der Berücksichtigung von Ausschüttungen bei der Zielgesellschaft und der Anbieterin festzulegen. Als besondere Form dieser Ausschüttung werden Kapitalrückzahlungen ausdrücklich erwähnt. Die Nennwertherabsetzung fand damit bereits in der Voranmeldung Erwähnung. Weiter gilt zu berücksichtigen, dass der Aktionär bei der Beurteilung eines öffentlichen Kaufangebotes nicht auf den Nennwert der zum Umtausch angebotenen Aktie abstellt, sondern sich in erster Line an deren Börsenkurs orientiert, der naturgemäss gewissen Schwankungen unterworfen ist. Die Information der Nennwertherabsetzung ist dem Markt spätestens per 30. März 2001 mit der Veröffentlichung des Angebotsprospekts zur Kenntnis gebracht worden und reflektiert sich seitdem im Kursverlauf dieses Titels. Die Auswirkungen dieser Information auf den Börsenkurs der InCentive sind damit während der Angebotsfrist für den andienenden Aktionär bereits sichtbar. Die Nennwertherabsetzung bildet somit keine gesetzeswidrige Änderung der Konditionen der Voranmeldung.

## **7. Best Price Rule**

Gemäss Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK dürfen der Anbieter und die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen nach Veröffentlichung des Angebotes keine Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einem über dem Angebotspreis liegenden Preis erwerben, ohne diesen Preis allen Empfängern des Angebotes anzubieten (sogenannte „Best Price Rule“). Gemäss Praxis der Übernahmekommission gilt diese Regel während der ganzen Dauer des Angebotes und während sechs Monaten nach Ablauf der Nachfrist (siehe u.a. Empfehlung in Sachen *Big Star Holding AG* vom 7. April 2000, E. 8). Die Prüfstelle hat zu bestätigen, dass diese Auflage eingehalten wurde (Art. 27 UEV-UEK).

## **8. Bedingungen**

**8.1** Gemäss Art. 9 Abs. 1 UEV-UEK muss der Anbieter innerhalb von sechs Wochen nach Publikation der Voranmeldung ein Angebot veröffentlichen, das den Konditionen der Voranmeldung entspricht. Eine im Angebotsprospekt angeführte Bedingung muss deshalb bereits in der Voranmeldung enthalten sein. Diese Voraussetzung ist in casu erfüllt. Alle im Angebotsprospekt aufgeführten Bedingungen figurierten in der Voranmeldung.

**8.2** Ein öffentliches Kaufangebot darf grundsätzlich nur an aufschiebende Bedingungen geknüpft werden, deren Eintritt der Anbieter selbst nicht massgeblich beeinflussen kann (Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK). Diese Bestimmung untersagt dem Anbieter, das Angebot an praktisch unerfüllbare Bedingungen zu knüpfen, so dass das Angebot nur durch den Verzicht des Anbieters auf den Eintritt

der Bedingung zustande kommen würde. Ein öffentliches Kaufangebot kann ausnahmsweise auch an auflösende Bedingungen geknüpft werden. Solche Bedingungen, die nach Ablauf der Angebotsfrist eintreten, benötigen das Einverständnis der Übernahmekommission. Dieses wird unter der Voraussetzung gegeben, dass dem Anbieter aus der Resolutivbedingung deutliche Vorteile erwachsen, welche die daraus resultierenden Nachteile für die Angebotsempfänger aufzuwiegen vermögen (siehe Empfehlung in Sachen *Zurich Allied AG* vom 12. Juni 1998).

Nachstehend wird zu den einzelnen Bedingungen des öffentlichen Kaufangebotes von InCentive Stellung genommen.

**8.3** Bedingung a) fordert die Streichung der Vinkulierungsbestimmungen aus den Statuten der Sulzer, die Eintragung von InCentive als Aktionärin mit Stimmrecht in das Aktienbuch von Sulzer für sämtliche von ihr gehaltenen Sulzer-Aktien sowie die Streichung von § 18 der Statuten, welcher Beschlussquoren statuiert.

Durch das Einreichen des Traktandierungsbegehrens, dessen Wortlaut in Anhang B, Ziff. 1 des Angebotsprospekts aufgeführt ist, hat InCentive über ihre Tochtergesellschaft InCentive Investment (Jersey) Ltd. alle ihr zumutbaren Massnahmen ergriffen, um das Eintreten dieser aufschiebenden Bedingung zu ermöglichen. Letztere entspricht somit den Anforderungen von Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK (vgl. Empfehlung I in Sachen *Sulzer AG* vom 19. März 2001).

**8.4** Bedingung b) des Angebotsprospekts sieht vor, dass die Generalversammlung der Sulzer § 20 der Statuten dahingehend anpasst, dass der Verwaltungsrat neu aus mindestens drei und höchstens fünf Verwaltungsräten besteht, die amtierenden Verwaltungsräte abgewählt (soweit sie nicht ihren Rücktritt erklärt haben) und mindestens drei von InCentive vorgeschlagene neue Verwaltungsräte gewählt werden.

Wie die Übernahmekommission in ihrer Empfehlung I in Sachen *Sulzer AG* vom 19. März 2001 festhielt, sind personelle Veränderungen im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sowohl bei freundlichen wie feindlichen Übernahmen keine Seltenheit. Die Zulässigkeit einer Bedingung, welche bezweckt, die statutarische Grundlage für diese Veränderung zu schaffen, ist deshalb zu bejahen. InCentive hat im Übrigen über ihre Tochtergesellschaft Incentive Investment (Jersey) Ltd. durch das Einreichen des Traktandierungsbegehrens gemäss Anhang B, Ziff. 3 des Angebotsprospekts an den Verwaltungsrat der Sulzer alle ihr zumutbaren Massnahmen ergriffen, um das Eintreten der Bedingung zu ermöglichen. Die Bestimmung von Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK ist folglich eingehalten.

**8.5** InCentive knüpft das Angebot an die aufschiebende Bedingung c), dass sie nach Ablauf der Angebotsfrist und unter Einbezug der bereits in ihrem Besitz stehenden Aktien über mindestens 67 % aller ausstehenden Sulzer-Aktien verfügen wird.

InCentive und die in gemeinsamer Absprache mit ihr handelnden Personen besitzen 5.4 % der Stimmen der Sulzer. Es müssen ihr somit 65.1 % der sich im Publikum befindlichen Aktien angeboten werden, damit sie nach Ablauf der Angebotsfrist 67 % der Stimmen der Zielgesellschaft hält und das Angebot zustande kommt. Dieses Ziel ist realistisch. Bedingung c) eröffnet der Anbieterin nicht die Möglichkeit, das Angebot nach Gutdünken zurückzuziehen. Die Bestimmung von Art. 13 UEV-UEK ist folglich eingehalten.

**8.6** InCentive knüpft ihr Angebot an die auflösende Bedingung d) der Ausschüttung von zwei Medica-Aktien, welche teilweise als Nennwertherabsetzung und teilweise als Sachdividende ausgestaltet ist.

Sulzer kritisierte nach der Publikation der Voranmeldung, dass diese Bedingung von den von Incentive Investment (Jersey) Ltd. gestellten Traktandierungsbegehren abweiche. Gemäss Letzteren würden nämlich gar keine Medica-Titel, sondern Aktien einer noch zu gründenden Subholding an die Aktionäre ausgeschüttet werden.

InCentive beschreibt in Anhang A des Angebotsprospekts in detaillierter Form die Abspaltung der Medica-Beteiligung. Daraus kann entnommen werden, dass eine *steuerneutrale* Abspaltung der Medica-Beteiligung die Gründung einer Subholding voraussetzt, in welche Sulzer gegen Ausgabe aller Aktien der Subholding ihre Beteiligung an der Medica einbringt. Zwar hat jeder Aktionär aus gesellschaftsrechtlicher Sicht ein Anrecht auf zwei neue Subholding-Aktien. Aufgrund der gleichentags zu vollziehenden Fusion der Subholding mit der Medica werden den Sulzer-Aktionären jedoch Medica-Titel ausgeliefert werden. Der vereinfachte Wortlaut der Bedingung d) unter Verweis auf Anhang A des Angebotsprospekts, welcher die einzelnen Verfahrensschritte wiedergibt, steht deshalb weder im Widerspruch zur wirtschaftlichen Realität, noch zu den gestellten Traktandierungsbegehren.

Das Angebot der InCentive sieht vor, dass spätestens mit dem Vollzug ihres Kauf- und Umtauschangebotes die Abspaltung der Medica-Beteiligung erfolgt. Die Abspaltung der Medica-Beteiligung wird als Kombination einer Nennwertherabsetzung der Sulzer-Aktie auf CHF 0.03 und einer Sachdividende von CHF 0.03 ausgestaltet. Diese Vorgänge innerhalb der Angebotsfrist von 20 Börsentagen abzuschliessen, ist undenkbar. Die Umsetzung der von InCentive gewählten Angebotsstruktur setzt somit zwingend die Zustimmung der Übernahmekommission zu der entsprechenden auflösenden Bedingung voraus. Wie bereits in der Empfehlung I in Sachen *Sulzer AG* vom 19. März 2001 ausgeführt wurde, ist es die Aufgabe der Kommission, das "level playing field" für öffentliche Kaufangebote zu definieren, nicht jedoch neue Formen solcher Transaktionen zu verbieten. Weiter kann gemäss geltender Praxis der Kommission einer auflösenden Bedingung dann zugestimmt werden, wenn dem Anbieter aus der Resolutivbedingung deutliche Vorteile erwachsen, welche die daraus resultierenden Nachteile für die Angebotsempfänger aufzuwiegen vermögen. Der Vorteil für InCentive liegt darin, den Sulzer-Aktionären ein Angebot für den Industrieteil der Gesellschaft unterbreiten zu können. Die von InCentive gewählte Vorgehensweise hat für alle Sulzer-Aktionäre zudem den Vorteil der Steuerneutralität der Transaktion. Der Nachteil für die Sulzer-Aktionäre ist hingegen im etwas längeren Zeitraum zu sehen, welcher für die Abwicklung der Ausschüttung und somit für das Feststellen des Eintritts der Bedingung notwendig ist. Dieser Zeitraum ist aber vergleichbar mit der Zeitdauer, welche für das Einholen von Bewilligungen der Wettbewerbs- oder Kartellbehörden erforderlich ist. Folglich kann der auflösenden Bedingung d) zugestimmt werden. In diesem Zusammenhang sei auch erwähnt, dass in der Zwischenzeit der Verwaltungsrat der Sulzer beschlossen hat, den Aktionären an der kommenden Generalversammlung das identische Vorgehen zur Abspaltung der Medica-Beteiligung zur Beschlussfassung zu unterbreiten.

**8.7** InCentive knüpft ihr Angebot an die auflösende Bedingung e), dass Medica bis zum Vollzug des Angebotes weder direkt noch indirekt mehr als CHF 6.-- pro Medica-Aktie den Medica-Aktionären ausschüttet.

Die Übernahmekommission hielt in ihrer Empfehlung I in Sachen *Sulzer AG* vom 19. März 2001 fest, dass die Abgabe zweier Medica-Titel an alle Sulzer-Aktionäre keine direkte Umtauschleistung der Anbieterin darstellt und damit keinen Bestandteil des Angebotspreises bildet. Die in Aussicht gestellte Abspaltung der Medica trägt hingegen zweifellos zur Attraktivität des InCentive-Angebotes bei. Aus diesem Grund würden ausserordentliche Ausschüttungen an die Medica-Aktionäre den heutigen Substanzwert der Sulzer schmälern und wären je nach Umfang als unzulässige Abwehrmassnahmen im Sinne von Art. 35 UEV-UEK zu qualifizieren. Aufgrund der komplexen Struktur des vorliegenden öffentlichen Kaufangebots sowie dessen feindlichen Kontextes kann

im Endeffekt nur eine auflösende Bedingung dem Anbieter ausreichenden Schutz vor Eingriffen in die Substanz des Übernahmeobjektes bieten. Der Bedingung e) ist folglich zuzustimmen.

**8.8** Das Angebot von InCentive enthält weiter die auflösende Bedingung f), dass Sulzer weder ganz noch teilweise ihre Beteiligung an Medica (mit Ausnahme der geplanten Abspaltung) noch die Geschäftsbereiche Sulzer Pumps, Sulzer Chemtech, Sulzer Infra, Sulzer Textil, Sulzer Services and Equipment, Sulzer Metco, Sulzer Burckhardt und Sulzer Turbo and Turbomachinery Services (ohne die bereits veräusserten Geschäftsbereiche) veräussert. Die Aktiven und Passiven der erwähnten Tochtergesellschaften bzw. Geschäftsbereiche haben insgesamt keine Veränderungen im Umfang von mehr als CHF 100 Mio. erfahren und Sulzer hat auf Holding-, Beteiligungs- oder Geschäftsbereichsstufe keine Finanzierungs-, Finanz-, Kapitalmarkt- oder M&A-Transaktionen im Gesamtumfang von mehr als CHF 100 Mio. getätigt.

Das Eintreten dieser Bedingung ist einzig dem Einflussbereich der Zielgesellschaft zuzuordnen. Nur ihr Verwaltungsrat hat die Kompetenz, die oben erwähnten Beteiligungen zu veräussern und dadurch wichtige Betriebsteile des Zielobjektes insbesondere nach Ablauf der Angebotsfrist dem Zugriff der Anbieterin zu entziehen. Ein solches Verhalten wäre nach Art. 35 Abs. 2 lit. b UEV-UEK unzulässig. Folglich muss es der Anbieterin gestattet sein, ihr Angebot für den Fall eines gesetzeswidrigen Verhaltens der Zielgesellschaft für gescheitert erklären zu dürfen. Der auflösenden Bestimmung f) ist deshalb zuzustimmen.

**8.9** InCentive knüpft das Angebot an die aufschiebende Bedingung g), dass gegen Sulzer und ihre Tochtergesellschaften (mit Ausnahme von Medica) bis zum Zeitpunkt der Voranmeldung keine Klagen erhoben oder angedroht wurden, die der Öffentlichkeit nicht bekannt gegeben, von Sulzer weder versichert noch in der konsolidierten Bilanz zurückgestellt wurden und deren Streitwert insgesamt CHF 30 Mio. übersteigt. Weiter werden auch keine solchen Klagen bis zum Ende der allenfalls verlängerten Nachfrist angehoben.

Während in der Voranmeldung die Bedingung g) noch als auflösende formuliert war, entschied sich die Anbieterin im Angebotsprospekt, diese in eine aufschiebende umzuwandeln. Da der Eintritt dieser Bedingung ausserhalb ihres Einflussbereichs liegt, ist Art. 13 UEV-UEK in genügendem Mass Rechnung getragen. Die Bedingung g) ist folglich als zulässig zu qualifizieren.

**8.10** InCentive knüpft ihr Angebot an die auflösende Bedingung h), dass sämtliche zuständigen schweizerischen und ausländischen Behörden alle für die Übernahme der Sulzer erforderlichen Bewilligungen und/oder Freistellungsbescheinigungen erteilen, ohne einer der Parteien Bedingungen oder Verpflichtungen auferlegt zu haben, welche Kosten und/oder Ertragseinbussen von insgesamt über CHF 20 Mio. zur Folge haben. Weiter liegen keine anderen gerichtlichen oder behördlichen Anordnungen oder sonstige Auflagen vor, die den Vollzug der vorgesehenen Transaktion (einschliesslich der Abspaltung von Medica, der Nennwertrückzahlungen und den Vollzug des Übernahmeangebotes) verbieten.

Die Zielgesellschaft ist der Ansicht, dass diese Bedingung unzulässig sei, da sie sich auf die Abspaltung der Medica beziehe, welche ebenfalls unzulässig sei. Die Zulässigkeit von Bedingung d) wurde bereits in Ziff. 8.6 bejaht. Weiter ist festzuhalten, dass gemäss geltender Praxis der Übernahmekommission auflösende Bedingungen betreffend die Genehmigung von Zusammenschlüssen und Umstrukturierungen durch die zuständigen Aufsichtsbehörden zulässig sind (vgl. u.a. Empfehlung in Sachen *Axantis Holding AG* vom 15. Dezember 2000). In casu liegen keine Gründe vor, durch welche sich die Übernahmekommission veranlasst sähe, von ihrer geltenden Praxis abzuweichen. Der auflösenden Bestimmung h) ist folglich zuzustimmen.

**8.11** Das Angebot von InCentive ist an die aufschiebende Bedingung i) geknüpft, dass die Generalversammlung der InCentive der allenfalls notwendigen Kapitalerhöhung zugestimmt hat.

Der Verwaltungsrat der InCentive hat gemäss Einladung zur Generalversammlung der InCentive vom 26. April 2001 den Antrag gestellt, das Aktienkapital der Gesellschaft um CHF 125'000.-- zu erhöhen. Das Bezugsrecht der bisherigen Aktionäre für die neu zu schaffenden 2'500'000 Inhaberaktien von je CHF 0.05 Nennwert soll ausgeschlossen und vollumfänglich den Sacheinlegern zugewiesen werden. Der Verwaltungsrat hat daher alle zumutbaren Schritte unternommen, damit die Bedingung einzutreten vermag. Die Bedingung i) ist deshalb zulässig.

**8.12** InCentive behält sich das Recht vor, die Bedingungen a) und b) in auflösende Bedingungen zu ändern, falls die Generalversammlung der Sulzer verschoben wird. Hinsichtlich dem Eintritt aller Resolutivbedingungen behält sich die Anbieterin im Weiteren vor, das Vollzugsdatum auf bis zu sechs Monate nach Ablauf der Nachfrist zu verschieben. Sulzer kritisiert insbesondere, dass mit der sechsmonatigen Verschiebungsdauer die Konditionen des Angebotes im Vergleich zur Voranmeldung zulasten der Angebotsempfänger und der Zielgesellschaft geändert worden sei, was einer Verletzung von Art. 9 UEV-UEK entspreche.

Die Durchführung der Generalversammlung liegt ausserhalb des Machtbereichs des Anbieters, während es die Zielgesellschaft in der Hand hat, diese termingerecht abzuhalten oder auf Antrag des Anbieters einzuberufen. Im vorliegenden Fall soll die massgebende Generalversammlung innerhalb der Angebotsfrist stattfinden. Die Bedingung ist deshalb richtigerweise als aufschiebend qualifiziert. Würde nun der Anbieterin die Möglichkeit der Umwandlung in eine Resolutivbedingung verweigert, so hätte die Zielgesellschaft die Möglichkeit, alleine durch ein Verschieben der Generalversammlung das Angebot zum Scheitern zu bringen. Im vorliegenden Fall ist deshalb der Vorbehalt hinsichtlich der Umwandlung der aufschiebenden Bedingungen a) und b) in auflösende für zulässig zu erklären, weil diese in einem engen Konnex zu Beschlüssen der Generalversammlung der Sulzer stehen und der Vorbehalt einzig auf ein mögliches Verschieben der Generalversammlung Bezug nimmt.

Die Frist von sechs Monaten, innert welcher der Anbieter bezüglich der auflösenden Bedingungen das Zustandekommen oder Scheitern des Kaufangebotes zu erklären hat, und welche nach Ablauf der Nachfrist beginnt, entspricht der Praxis der Übernahmekommission (u.a. Empfehlung in Sachen *Esec Holding AG* vom 3. Juli 2000; Empfehlung in Sachen *Axantis Holding AG* vom 15. Dezember 2000). Die Abwicklungsfrist von Art. 14 Abs. 6 UEV-UEK wird entsprechend verlängert. Die Übernahmekommission erachtet es im Weiteren für zulässig, dass der Anbieter den aufschiebenden und auflösenden Charakter einer Bedingung erst im Angebotsprospekt offenlegt (siehe u.a. Voranmeldung vom 12. Februar 2001 und Angebotsprospekt vom 26. März 2001 in Sachen *Selecta AG*). Aus diesem Grund hielt die Übernahmekommission in ihrer Empfehlung I in Sachen *Sulzer AG* vom 19. März 2001 fest, dass eine diesbezügliche Prüfung der Bedingungen erst im Rahmen der Prüfung der Gesetzmässigkeit des Angebotsprospekts erfolgen wird.

## **9. Steuerrechtliche Aspekte des öffentlichen Übernahmeangebotes**

**9.1** Sulzer ist der Ansicht, dass die Annahme des Bar-Angebotes für Sulzer-Aktionäre erhebliche Steuerfolgen haben könnte. Aufgrund dieser Steuerfolgen laufe das Angebot auf eine Umtauschoferte hinaus, weil aus ökonomischer Sichtweise keine Wahlfreiheit bestehe. InCentive bezeichnet in ihrer Stellungnahme die steuerrechtlichen Konsequenzen des Kaufangebotes für rechtmässig und verweist dabei insbesondere auf die erhaltenen Steuerrulings.

**9.2** Die von InCentive angestrebte Übernahmetransaktion ist in drei steuerrelevante Schritte unterteilt: erstens die Ausschüttung der Medica-Aktien an die Sulzer-Aktionäre, zweitens die Abwick-

lung des Übernahmeangebotes und drittens die nach erfolgreichem Übernahmeangebot geplante Fusion von InCentive und Sulzer. Als Grundlage für die nachfolgende Beurteilung dient insbesondere das von der Eidgenössischen Steuerverwaltung (EStV) gegenüber InCentive verbindlich abgegebene Steuerruling vom 6. März 2001.

Die Übernahmekommission hat in ihrer Empfehlung I in Sachen *Sulzer AG* vom 19. März 2001 festgehalten, dass ein Übernahmeangebot unlauter wäre, wenn es derart schwerwiegende steuerrechtliche Konsequenzen für den andienenden Aktionär hätte, dass ein Zustandekommen des Angebotes von vornherein ausgeschlossen werden muss. Die Steuerrulings der EStV lassen jedoch einen derartigen Schluss für das vorliegende Kaufangebot nicht zu. Die vorgängige Ausschüttung der Medica Titel an alle Sulzer-Aktionäre wird steuerneutral ausgestaltet. Die Abwicklung des Kauf- und Umtauschangebots selber erfolgt für die institutionellen Anleger ebenfalls ohne wesentliche steuerliche Belastungen. Für Privatanleger gilt demgegenüber eine differenzierte Betrachtungsweise. So äusserte ein Vertreter der EStV die Ansicht, dass in der Fusion von InCentive mit Sulzer eine Liquidation der Sulzer zu sehen sei. Gestützt auf diese Annahme unterliege bei denjenigen Aktionären, welche die Titel im Privatvermögen halten, die Differenz zwischen dem Cash-Angebotspreis (CHF 410) und dem Nennwert der Sulzer-Titel (CHF 0.03) der Einkommenssteuer. Für Privatanleger mit Wohnsitz in der Schweiz besteht demnach das Risiko, dass sie bei einer Annahme der Cash-Offerte mit einer erheblichen steuerlichen Belastung rechnen müssen. Es steht ihnen jedoch die Möglichkeit offen, statt des Cash-Angebots die Umtauschofferte zu wählen, welche auch für sie ohne grössere steuerliche Konsequenzen vollzogen werden kann. Die von InCentive gewählte komplexe Struktur der Übernahmetransaktion hat keinen Einfluss auf die Steuerbelastung. Die beschriebenen Steuerfolgen für Privatanleger beruhen vielmehr auf dem geltenden Schweizer Steuersystem, welches zwischen dem Nennwert- und dem Buchwertprinzip unterscheidet. Diese Steuerpflicht kommt folglich immer dann zum Tragen, wenn die Anbietergesellschaft nach einer erfolgreichen Übernahme mit der Zielgesellschaft fusioniert. Die Ungleichbehandlung von privaten und institutionellen Anlegern ist somit gesetzlich begründet und ausserhalb des Einflussbereichs der Anbieterin. InCentive weist die Aktionäre zudem auf die steuerrechtliche Problematik im Kaufprospekt ausdrücklich hin, wodurch die Transparenz des Angebots gewahrt bleibt. Die steuerlichen Auswirkungen des Übernahmeangebotes werden somit von der Übernahmekommission als zulässig erachtet.

## **10. Zulässigkeit von Sales Restrictions**

**10.1** Die Voranmeldung enthält US Sales Restrictions, wonach das öffentliche Kaufangebot in den Vereinigten Staaten keine Verbreitung finden darf. Sulzer ist der Ansicht, dass der Ausschluss amerikanischer Aktionäre vom vorliegenden Kaufangebot den Grundsatz der Gleichbehandlung verletze. Eine solche Ungleichbehandlung sei heute nicht mehr vertretbar, zumal der Anbieter dies unter den revidierten Vorschriften der US Securities and Exchange Commission (SEC) mittels eines erleichterten Filings verhindern könne.

InCentive hält dem entgegen, dass auch nach dem 24. Januar 2000, dem Inkrafttreten der revidierten US-Vorschriften ("Rule 802" des "Securities Act of 1933" sowie der "Rule 14d-1(c)" des "Securities Exchange Act of 1934") an der Praxis festgehalten worden sei, US Sales Restrictions im Rahmen von öffentlichen Kaufangeboten für zulässig zu erklären. Weiter habe eine eingeholte legal opinion ergeben, dass unter den neuen amerikanischen Bestimmungen eine Ausdehnung des Angebotes nicht möglich, bzw. mit unverhältnismässigem Aufwand verbunden gewesen wäre.

**10.2** Trotz der neuen amerikanischen Regelung, welche die Möglichkeit eröffnet, bei der SEC eine Ausnahme von der Anwendbarkeit der meisten Bestimmungen des Securities Exchange Act zu beantragen, sofern weniger als 10 % der Titel der Zielgesellschaft sich im Besitz von US Holdern befinden, kann die Gefahr der Haftbarkeit aus den amerikanischen securities laws weiterhin nicht

gänzlich ausgeschlossen werden (Empfehlung I der Übernahmekommission in Sachen *Sulzer AG* vom 19. März 2001). Eine Berufung auf die potentielle Haftbarkeit kann aber zumindest im Rahmen dieser neuen Ausnahmeregelung dann kein Gehör mehr finden, wenn die Zielgesellschaft in der Vergangenheit wesentliche Anstrengungen unternommen hat, ihre Titel auf dem amerikanischen Markt zu platzieren und die Öffentlichkeit hierüber in Kenntnis gesetzt wurde. Da Sulzer verneint, ihre Titel aktiv auf dem amerikanischen Markt platziert zu haben, und nicht in der Lage war offenzulegen, wieviele Titel der Gesellschaft sich im Besitz von US-Holdern befinden, sind die Sales Restrictions des Angebotsprospekts von InCentive für zulässig zu erklären.

## **11. Publikation**

Die vorliegende Empfehlung wird in Anwendung von Art. 23 Abs. 3 BEHG am ersten Börsentag nach Eröffnung an die Parteien, d.h. am 12. April 2001, auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.

## **12. Gebühr**

Das Angebot bezieht sich auf 3'441'313 Sulzer-Namenaktien. Der Gesamtbetrag des Angebotes liegt bei einem Angebotspreis von CHF 410.-- bei CHF 1'410'938'330.--. Gestützt auf Art. 62 Abs. 3 UEV-UEK wird InCentive die maximale Gebühr in der Höhe von CHF 200'000.-- in Rechnung gestellt.

## **Die Übernahmekommission erlässt folgende Empfehlung:**

1. Das öffentliche Kauf- und Umtauschangebot der InCentive Capital AG entspricht dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995.
2. Die Übernahmekommission gewährt die folgenden Ausnahmen von der Übernahmeverordnung (Art. 4): auflösende Bedingungen (Art. 13 Abs. 4); Erstreckung der Abwicklungsfrist (Art. 14 Abs. 6).
3. Diese Empfehlung wird am 12. April 2001 auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.
4. Die Gebühr zu Lasten von InCentive Capital AG beträgt CHF 200'000.--.

Der Präsident:

Ulrich Oppikofer

Die Parteien können diese Empfehlung ablehnen, indem sie dies der Übernahmekommission spätestens fünf Börsentage nach Empfang der Empfehlung schriftlich melden. Die Übernahmekommission kann diese Frist verlängern. Sie beginnt bei Benachrichtigung per Telefax zu laufen. Eine Empfehlung, die nicht in der Frist von fünf Börsentagen abgelehnt wird, gilt als von den Parteien genehmigt. Wenn eine Empfehlung abgelehnt, nicht fristgerecht erfüllt oder wenn eine genehmigte Empfehlung missachtet wird, überweist die Übernahmekommission die Sache an die Bankenkommission zur Eröffnung eines Verwaltungsverfahrens.

Mitteilung an:

- die Sulzer AG, durch ihren Vertreter,
- die InCentive Capital AG, durch ihren Vertreter,
- EBK.