



**ÜBERNAHMEKOMMISSION  
COMMISSIONE DELLE OPA**

**COMMISSION DES 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](http://www.takeover.ch)

## **EMPFEHLUNG I**

**vom 19. März 2001**

### **Voranmeldung des öffentlichen Kauf- und Umtauschangebotes der InCentive Capital AG, Zug, für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Sulzer AG, Winterthur**

**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.

**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. Dieses Angebot wurde an diverse Bedingungen geknüpft. Am folgenden Tag erschien die Voranmeldung landesweit in Tageszeitungen der deutsch- und französischsprachigen Schweiz.

**D.** Mit Eingabe vom 2. März 2001 beantragte Sulzer der Übernahmekommission, es sei festzustellen, dass die Voranmeldung der InCentive nicht dem BEHG und den dazugehörigen Verordnungen entspreche und somit keine Rechtswirkung entfalte. Die Weiterverfolgung des vorangemeldeten öffentlichen Übernahmeangebotes sei unzulässig. Zudem seien InCentive und deren Hauptaktionäre aufzufordern, die Zusammensetzung des Aktionariats sowie die Gruppenverbindungen bekanntzugeben und sämtliche Steuerrulings offenzulegen.

**E.** Der Präsident der Übernahmekommission gewährte InCentive mittels verfahrensleitenden Anordnungen vom 2. und 7. März 2001 Frist bis am 14. März 2001, um zu den oben erwähnten Anträgen von Sulzer Stellung zu nehmen. Die Stellungnahme der InCentive wurde der Kommission in- nert erstreckter Frist zugestellt.

**F.** Zur Prüfung dieser Angelegenheit wurde ein Ausschuss bestehend aus Herrn Hans Caspar von der Crone (Präsident), Herrn Ulrich Oppikofer und Herrn Alfred Spörri gebildet.

## Die Übernahmekommission zieht in Erwägung:

### 1. Definition von Angebot und Angebotspreis im Rahmen der Voranmeldung

Die Voranmeldung von InCentive enthält folgende Ankündigung:

*Angebot:*            *Das Angebot pro Namenaktie Sulzer von CHF 60 Nennwert besteht aus:*  
*2 Namenaktien Sulzer Medica AG, Winterthur, von je CHF 30 Nennwert*  
*(welche aus der Abspaltung der Sulzer Medica AG Beteiligung der Sulzer stam-*  
*men und an alle Sulzer Aktionäre auszuschütten sind, unabhängig davon, ob sie*  
*das Angebot annehmen oder nicht)*  
*plus, je nach Wahl des Sulzer Aktionärs,*  
*entweder*  
*1) CHF 410 in bar (netto Bankkommissionen und eidg. Umsatzabgabe);*  
*oder*  
*2) 0.9 Inhaberaktien InCentive von je CHF 20 Nennwert.*

**1.1** Sulzer hält fest, dass die Aktien der Sulzer Medica AG (Medica) als Hauptangebotsteil präsentiert und versprochen würden, diese aber gar keine Umtauschleistung der Anbieterin darstellten. Diese Titel würden vielmehr von der Zielgesellschaft stammen, wobei nicht feststehe, ob, wie und wann sie den Begünstigten zukämen. Weiter widerspreche die Ausgestaltung des Angebotes der Struktur einer Übernahmeofferte im Sinne von Art. 2 lit. e BEHG, da der Hauptbestandteil der Übernahmeentschädigung unabhängig von der Annahme des Angebotes durch den Aktionär ausgeschüttet werde. Die gewählte Darstellung sei irreführend und verstosse gegen Art. 24 Abs. 1 BEHG. Die Anbieterin sei zudem nicht in der Lage, die gemäss Art. 20 Abs. 2 UEV-UEK notwendige Bestätigung abzugeben.

InCentive vertritt hingegen die Auffassung, dass das BEHG keine starren Strukturen für öffentliche Kaufangebote festlege und es sich bei Art. 2 lit. e BEHG um eine reine Begriffsdefinition handle. Die Medica-Titel seien Teil des Angebotes, weshalb die Zielgesellschaft anzuhalten sei, die Übernahmekommission über sämtliche Transaktionen in Beteiligungspapieren, Derivaten etc. der Medica zu informieren.

**1.2** Die Voranmeldung ermöglicht dem Anbieter, den Markt über seine Absichten zu orientieren, ein öffentliches Kaufangebot zu unterbreiten, und dennoch ausreichend Zeit zu haben, um den eigentlichen Angebotsprospekt auszuarbeiten. Nur die wichtigsten Bestimmungen des Angebotes haben Teil der Voranmeldung zu sein. Diese sind in Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK definiert. Zu den zwingend in der Voranmeldung zu publizierenden Informationen zählt auch der je Beteiligungspapier angebotene Preis oder, im Fall eines öffentlichen Tauschangebotes, das Umtauschverhältnis (Art. 7 Abs. 2 lit. d UEV-UEK i.V.m. Art. 21 Abs. 2 UEV-UEK).

Nach einer Analyse der von InCentive gewählten Darstellung des "Angebotes" ist der Zielgesellschaft dahingehend beizupflichten, dass die zwei Medica-Namenaktien nicht als direkte Gegenleistung der Anbieterin für eine angediente Sulzer-Namenaktie zu qualifizieren und somit nicht Bestandteil des Angebotspreises sind. Denn Erstere sollen an den Sulzer-Aktionär ausgeschüttet werden, *unabhängig davon*, ob dieser das Angebot annimmt oder nicht. Dass die obige Darstellung bei einem mit Finanztransaktionen nicht vertrauten Leser bezüglich der Höhe des Angebotspreises eine gewisse Verwirrung stiften kann, ist denkbar. Bei Auslegungsfragen im Zusammenhang mit börsenrechtlichen Publikationen, wie Voranmeldung, Angebots- und Kotierungsprospekt, ist aber von einem sachkundigen Anleger auszugehen, der wirtschaftliche Zusammenhänge erkennt und mit den Fachausdrücken vertraut ist. Ein solcher Anleger wird anhand des Wortlauts der Voranmeldung nachvollziehen können, dass InCentive im Rahmen des öffentlichen Kaufangebotes plant, die Medica-Beteiligung der Sulzer abzuspalten, indem Medica-Titel an die Sulzer-Aktionäre ausgeschüttet

werden. Aufgrund der in Klammern vorgenommenen Ergänzung, dass die Ausschüttung an den Sulzer-Aktionär unabhängig davon erfolgen wird, ob dieser das Angebot annimmt oder nicht, wird der sachkundige Anleger den Schluss ziehen, dass die Medica-Titel nicht Bestandteil des *Angebotspreises*, sondern einfach Teil der *Übernahmetransaktion* sind. Auch in den Tageszeitungen wurden diese Zusammenhänge erkannt und hinsichtlich des Angebotspreises dieselben Schlüsse gezogen. Damit ist die von InCentive gewählte Darstellung des Angebotes in der Voranmeldung nicht als irreführend zu bezeichnen. Die Darstellung des Angebotspreises sollte im Angebotsprospekt verbessert werden, eine Verletzung der Grundsätze von Transparenz und Lauterkeit, welche dazu führen würde, dass der Voranmeldung die Rechtswirkungen von Art. 9 UEV-UEK zu entziehen wären, liegt aber nicht vor.

**1.3** Auch wenn die Medica-Titel keine direkte Umtauschleistung der Anbieterin darstellen, tragen sie dennoch zur Attraktivität des InCentive-Angebotes bei. Je höher der Börsenkurs dieser Titel liegt, desto grösser wird auch das Interesse des Sulzer-Aktionärs an der geplanten Abspaltung sein. Um in casu dem Grundsatz der Transparenz in genügendem Mass Rechnung zu tragen, haben die börsenrechtlichen Meldepflichten analog auf die Medica-Titel Anwendung zu finden. Folglich obliegt InCentive gemäss Art. 31 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 37 Abs. 1 UEV-UEK die Pflicht, der Übernahmekommission und der Schweizer Börse bis zum Ende der Nachfrist alle von ihr getätigten Transaktionen in Medica-Titeln zu melden. Andererseits haben diejenigen Aktionäre, welche über eine Beteiligung von mindestens 5 % der Stimmrechte der Medica verfügen, nach Art. 31 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 38 Abs. 1 UEV-UEK bis zum Ablauf der Angebotsfrist der Übernahmekommission und der Schweizer Börse jeden Erwerb oder Verkauf von Medica-Titeln zu melden.

Aus der besonderen Struktur des Angebotes ergibt sich weiter, dass InCentive gemäss Art. 20 Abs. 2 UEV-UEK im Angebotsprospekt zu bestätigen haben wird, dass alle für die Beschaffung der Medica-Titel notwendigen Massnahmen getroffen wurden. Das Aufführen der Ausschüttung der Medica-Titel als Bedingung des Angebotes (siehe Ziff. 2.2 unten) sowie das Stellen der Traktandierungsbegehren der InCentive Investment (Jersey) Ltd. (siehe auch Ziff. 4.3 unten) wären als ausreichende Massnahmen im obigen Sinne zu qualifizieren.

## **2. Teilweises Zusammenfallen von "Angebot" und Bedingung**

**2.1** Sulzer kritisiert unter Verweis auf die Ausschüttung der Medica-Titel, dass ein Hauptteil des Angebotes mit einer Bedingung des Übernahmeangebotes identisch sei. Es widerspreche der Struktur eines Übernahmeangebotes, dass die vorgängige (teilweise) Abwicklung des Aktientauschs als Kernelement des Übernahmeangebotes zu dessen Bedingung erhoben werde.

InCentive vertritt dagegen die Ansicht, es sei nicht ungewöhnlich, dass ein Teil des Angebotes gleichzeitig vom Eintritt einer mit diesem Angebotsteil in engem sachlichen Zusammenhang stehenden Bedingung abhinge.

**2.2** Es ist die Aufgabe der Übernahmekommission, das "equal playing field" für öffentliche Kaufangebote zu definieren, nicht jedoch neue Formen solcher Transaktionen zu verbieten. Neue Strukturen sind für zulässig zu erachten, wenn sie den dem Übernahmerecht zugrunde liegenden Grundsätzen von Lauterkeit, Transparenz und Gleichbehandlung der Anleger gerecht werden. Das Angebot der InCentive entspricht einer solch neuen Form, da ihr Angebot durch die vorgängige Abspaltung der Medica-Beteiligung der Sulzer im Endergebnis nur auf den Industrieteil der Zielgesellschaft ausgerichtet ist. Dass dabei die Medica-Namenaktien nicht als Bestandteil des Angebotspreises der Anbieterin zu qualifizieren sind, wurde bereits in Ziff. 1.2 oben dargelegt. Allein im Umstand, dass diese Titel vor der Abwicklung des öffentlichen Kaufangebotes an die Sulzer-Aktionäre ausgeschüttet werden sollen, kann keine Verletzung der Grundstrukturen eines Übernahmeangebotes erblickt werden.

### 3. Vorbehalt hinsichtlich der Person des Anbieters

InCentive hält in ihrer Voranmeldung fest, was folgt:

*Die InCentive Capital AG behält sich vor, das öffentliche Übernahmeangebot von einer von ihr kontrollierten Tochtergesellschaft stellen zu lassen. In diesem Fall würde die InCentive Capital AG die Verpflichtungen ihrer Tochtergesellschaften vollumfänglich garantieren.*

**3.1** Sulzer sieht im zitierten Vorbehalt einen Widerspruch zu Art. 7 Abs. 2 lit. a UEV-UEK, nach welchem die Voranmeldung des Angebotes die Firma und den Sitz des Anbieters zu enthalten hat.

**3.2** Wie bereits in Ziff. 1.2 dargelegt, legt Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK die Mindestanforderungen an den Informationsgehalt einer Voranmeldung fest. Diese Bestimmung verbietet jedoch dem Anbieter nicht, in die Voranmeldung weitere Elemente aufzunehmen. Es stellt sich aber die Frage, ob durch Art. 9 Abs. 1 UEV-UEK das Anbringen eines Vorbehalts hinsichtlich der Person des Anbieters in der Voranmeldung verunmöglicht wird.

Art. 9 Abs. 1 UEV-UEK hält fest, dass der Anbieter innerhalb von sechs Wochen nach der Publikation der Voranmeldung ein Angebot zu veröffentlichen hat, das *den Konditionen der Voranmeldung* entspricht. Eine einzig auf den Vergleich der Wortlaute von Voranmeldung und Angebotsprospekt ausgerichtete Prüfung kommt jedoch einem übertriebenen Formalismus gleich. Vielmehr gilt zu prüfen, ob die genannten Dokumente in materieller Hinsicht identisch sind. Dieser Anforderung ist in Bezug auf die Person des Anbieters in genügendem Mass Rechnung getragen, wenn a) es sich bei den in der Voranmeldung und im Angebotsprospekt als Anbieter genannten Personen um zwei dem gleichen Konzern angehörenden Gesellschaften handelt und b) die in der Voranmeldung als Anbieter genannte Person gemäss dem Angebotsprospekt die Gesamtverantwortung und damit das finanzielle Risiko der Übernahmetransaktion trägt (vgl. öffentliches Kaufangebot der *Elect AG (Valora Holding AG) / Fotolabo SA* vom 7. April 1999). Folglich ist der von InCentive formulierte Vorbehalt für zulässig zu erklären. Es wird hingegen erst im Rahmen der Prüfung der Gesetzeskonformität des Angebotsprospekts beurteilt werden können, ob die entsprechenden Zusicherungen auch in den Prospekt aufgenommen wurden.

### 4. Zulässigkeit der Bedingung betreffend Ausschüttung der Medica-Namenaktien

Die Voranmeldung der InCentive enthält unter lit. d folgende Bedingung:

*Pro Namenaktie Sulzer werden zwei Namenaktien Sulzer Medica (die aus der unter "Angebot" erwähnten Abspaltung der Sulzer Medica Beteiligung stammen) als Nennwertherabsetzung/Sachdividende an die Sulzer Aktionäre ausgeschüttet.*

**4.1** Sulzer ist der Auffassung, dass die zitierte Bedingung nicht in einem unmittelbaren Zusammenhang mit dem öffentlichen Übernahmeangebot der Incentive stehe und die Erfüllung einer Bedingung sich in den zeitlichen Abwicklungsraster eines Übernahmeangebotes einfügen lassen müsse. Letzteres sei in casu durch das zeitraubende Kapitalherabsetzungsverfahren von vornherein ausgeschlossen, womit es sich hier um eine unzulässige Resolutivbedingung handle.

**4.2** Ein öffentliches Kaufangebot kann an aufschiebende und auflösende Bedingungen geknüpft werden. Auflösende Bedingungen, d.h. Bedingungen, die nach Ablauf der Angebotsfrist eintreten, benötigen das Einverständnis der Übernahmekommission. Diese werden nur unter der Voraussetzung gewährt, dass die Vorteile der Resolutivbedingung für den Anbieter die Nachteile für den Angebotsempfänger überwiegen (Empfehlung in Sachen *Zurich Allied AG* vom 12. Juni 1998). Diese Praxis führte u.a. zur Zulässigkeit von auflösenden Bedingungen bei Änderung der Statuten zwecks Durchführung einer Kapitalerhöhung zur Finanzierung der Übernahme oder zwecks Vollzug einer Fusion sowie bei Erteilung von Bewilligungen durch Wettbewerbs- und Kartellbehörden (Empfeh-

lung in Sachen *Esec Holding AG* vom 3. Juli 2000, Empfehlung in Sachen *Zurich Allied AG* vom 12. Juni 1998.

Die Zustimmung zu auflösenden Bedingungen erfolgt im Rahmen der Prüfung der Gesetzeskonformität des öffentlichen Kaufangebotes, d.h. bei der Prüfung des Angebotsprospekts. Eine Interessenabwägung und abschliessende Beurteilung der Zulässigkeit der obigen Bedingung wird erst bei Vorliegen dieses Dokumentes und sämtlicher Angaben zur (zeitlichen) Strukturierung der Übernahmetransaktion möglich sein. Zu diesem Zeitpunkt wird auf die Kritik von Sulzer einzugehen sein. Bereits heute kann aber festgehalten werden, dass die in lit. d formulierte Bedingung ein für die Struktur des InCentive-Angebotes notwendiges Element darstellt. Somit scheint der enge Konnex zwischen Bedingung und Übernahmeangebot gegeben. Dass der zeitliche Rahmen von öffentlichen Kaufangeboten bei mehreren Monaten liegen kann, ist nicht aussergewöhnlich, wie die oben zitierten Beispiele zeigen.

**4.3** Im Zusammenhang mit der Bedingung betreffend Ausschüttung der Medica-Titel hält Sulzer fest, dass am Tag der Publikation der Voranmeldung die InCentive Investment (Jersey) Ltd., eine Gruppengesellschaft der Anbieterin, ein Traktandierungsbegehren beim Verwaltungsrat der Zielgesellschaft eingereicht habe. Die Voranmeldung nehme hierauf keinen Bezug, was irreführend sei, da Übernahmeangebot und Traktandierungsbegehren im Hinblick auf Kernelemente voneinander abweichen würden. Es sei nämlich vorgesehen, zwei Aktien einer neuen Subholding der Sulzer und gar nicht Medica-Titel an die Aktionäre auszuschütten.

InCentive führt hierzu aus, dass die Gründung einer neuen Subholding aus steuerrechtlichen Gründen erfolge. Gemäss Praxis der eidgenössischen Steuerverwaltung werde für die Steuerneutralität einer Abspaltung ein enger zeitlicher Zusammenhang verlangt zwischen der Ausgliederung eines Unternehmensbereichs in eine neue Tochtergesellschaft und der Aushändigung der Aktien der Tochtergesellschaft an die Aktionäre. Durch die Gründung einer neuen Subholding und die anschliessende Fusion mit der Medica werde sichergestellt, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft auf steuerneutrale Art zwei Aktien der Medica erhalten würden. Im Traktandierungsbegehren sei diese Fusion bewusst nicht aufgeführt worden. Ein solcher Fusionsbeschluss falle nicht in den Kompetenzbereich der Generalversammlung der Zielgesellschaft und könne folglich auch nicht Gegenstand eines Traktandierungsbegehrens sein.

**4.4** Die Übernahmekommission wird erst bei Vorliegen des Angebotsprospekts abschliessend beurteilen können, ob zwischen der Bedingung d) des Übernahmeangebotes der InCentive und den durch die InCentive Investment (Jersey) Ltd. gestellten Traktandierungsbegehren ein unauflösbarer Widerspruch bestehe. Weiter kann weder aus den börsenrechtlichen Grundsätzen der Transparenz und Lauterkeit noch aus Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK abgeleitet werden, dass bereits im Rahmen der Voranmeldung die Steuerfolgen für den andienenden Aktionär hätten bekanntgegeben werden müssen.

## **5. Zulässigkeit der Bedingung betreffend Erheben von Klagen gegen Sulzer**

Die Voranmeldung der InCentive enthält unter lit. g folgende Bedingung:

*Es wurden gegen Sulzer und ihre Tochtergesellschaften (mit Ausnahme von Sulzer Medica) bis zum Tag der Voranmeldung keine Klagen erhoben oder schriftlich angedroht, die der Öffentlichkeit nicht bekanntgegeben worden sind, von der Sulzer weder versichert noch in der konsolidierten Bilanz zurückgestellt sind und deren Streitwert insgesamt CHF 30 Mio. übersteigt; es werden bis zum Vollzugsdatum des Übernahmeangebotes keine derartigen Klagen erhoben.*

**5.1** Als unzulässige Resolutivbedingung bezeichnet Sulzer die Bedingung der InCentive, wonach bis zum Vollzugsdatum des Übernahmeangebots weder gegen Sulzer noch ihre Tochtergesellschaften Klagen von mehr als CHF 30 Mio. eingereicht werden dürfen. Diese Bedingung sei nicht abseh-

bar und laufe potentiell auf ein Rücktrittsrecht hinaus, da jedermann jederzeit eine entsprechende Klage anhängig machen könne.

InCaptive vertritt hingegen die Auffassung, dass allein der Umstand, dass eine negative Bedingung von jedermann ausser dem Anbieter erfüllt werden könne, eine solche noch nicht unzulässig mache.

**5.2** Wie bereits in Ziff. 4.2 oben dargelegt wurde, wird die eingehende Prüfung der Zulässigkeit von auflösenden Bedingungen auf Gesuch des Anbieters hin im Rahmen der Prüfung der Gesetzeskonformität des öffentlichen Kaufangebotes, bzw. des Angebotsprospekts, erfolgen. Es erscheint aus heutiger Sicht jedoch fraglich, ob InCaptive Vorteile geltend machen könnte, welche die Nachteile für die Angebotsempfänger überwiegen würden. Eine Umwandlung der auflösenden Bedingung g) in eine aufschiebende wäre aber noch im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospekts zulässig, weil dies eine Änderung zugunsten der Angebotsempfänger wäre.

Betreffend die Frage des Rücktrittsrechts sei auf Ziff. 7 unten verwiesen.

## **6. Neubesetzung des Verwaltungsrates**

**6.1** InCaptive fordert als Bedingung ihres Kaufangebotes, dass die amtierenden Verwaltungsräte von Sulzer abgewählt und mindestens drei von InCaptive vorgeschlagene Verwaltungsräte hinzugewählt werden. Ein entsprechender Antrag wurde von ihr für die kommende Generalversammlung gestellt. Sulzer erachtet die Bedingung als unzulässige Vorleistung der Sulzer-Aktionäre zugunsten der Anbieterin. Diese Bedingung sei unlauter und börsenrechtlich unzulässig.

InCaptive macht geltend, dass sie durch den Verzicht auf diese Bedingung aber gerade gegen die sich aus Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK ergebenden Pflichten verstossen würde. Angesichts der notwendigen Mitwirkung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft für das Zustandekommen des Angebotes müsse ein mit den Anliegen der Anbieterin kooperierender Verwaltungsrat gegeben sein.

**6.2.** Personelle Veränderungen im Verwaltungsrat der Zielgesellschaft sind sowohl bei freundlichen wie feindlichen Übernahmen keine Seltenheit. Die Generalversammlung kann sich in alter Zusammensetzung frei entscheiden, ob sie diese Veränderungen auf der Leitungsebene wünscht. Stimmt die Mehrheit der Aktionäre einer Auswechslung des Verwaltungsrats zu, so reflektiert dies den Willen der Gesellschaft. Die Zulässigkeit einer entsprechenden Bedingungen in öffentlichen Kaufangeboten ist folglich aus börsenrechtlicher wie auch aus aktienrechtlicher Sicht zu bejahen.

## **7. Rücktrittsmöglichkeit des Anbieters vom Kaufangebot**

**7.1** Sulzer macht zu den Bedingungen d) und g) geltend, dass InCaptive auf die Erfüllung der Bedingung Einfluss nehmen könne, indem sie im Fall der Bedingung d) das Traktandierungsbegehren an den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft und bei Bedingung g) selber eine Klage gegen Sulzer oder ihre Tochtergesellschaften einreichen könnte. Dies käme einem Rücktrittsrecht und somit einer verpönten Potestativbedingung gleich.

**7.2** Ein Angebot darf gemäss Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK nur an Bedingungen geknüpft werden, deren Eintritt der Anbieter nicht massgeblich beeinflussen kann. Falls der Anbieter aufgrund der Bedingung dennoch einen Beitrag zu deren Eintritt zu leisten hat, muss er alle zumutbaren Massnahmen ergreifen, damit die Bedingung eintreten kann. Dies bedeutet im vorliegenden Fall, dass InCaptive die Voraussetzungen für die Beschlussfassungen schaffen und gegenüber der Übernahmekommission bestätigen muss, dass sie sämtliche für die Realisierung der Bedingung notwendigen Schritte eingeleitet hat, bzw. im Fall einer Negativbedingung solche unterlassen hat. Den Befürchtungen der Zielgesellschaft, die Anbieterin könne durch ihr Verhalten das gesamte Angebot gefährden, kann nicht gefolgt werden. Nach Art. 9 Abs. 1 UEV-UEK sind die in der Voranmeldung enthaltenen Angaben und Bedingungen für den Anbieter verbindlich. Ein bedingt Verpflichteter darf gemäss Art. 152 Abs. 1 OR nichts unternehmen, was die gehörige Erfüllung seiner Verbindlichkeit

hindern könnte. Zuwiderhandlungen würden zu einem sofort fälligen Schadenersatzanspruch nach Art. 97 ff. OR führen, dessen Höhe sich nach der Differenz zwischen Börsenkurs und Angebotspreis des Sulzer-Titels richten würde.

## **8. Finanzierung des Angebotes**

**8.1** Die Anbieterin unterstellt ihr öffentliches Kaufangebot der Bedingung, dass die Generalversammlung von InCaptive einer allenfalls notwendigen Kapitalerhöhung zur Finanzierung des Übernahmeangebotes zustimme. Sulzer vertritt die Ansicht, diese Bedingung deute darauf hin, dass InCaptive nicht über die notwendigen Mittel zur Finanzierung des Angebotes verfüge. Ausserdem handle es sich um eine unzulässige Potestativbedingung, da der Eintritt alleine im Einflussbereich der Anbieterin liege. InCaptive bestreitet diese Ausführungen unter Verweis auf Art. 20 Abs. 2 UEV-UEK.

**8.2.** Im Rahmen eines Tauschangebotes sieht Art. 20 Abs. 2 UEV-UEK ausdrücklich vor, dass und sofern die zum Tausch angebotenen Titel noch nicht geschaffen sind, der Anbieter einzig zu bestätigen hat, dass alle für die Schaffung der Titel notwendigen Massnahmen getroffen worden sind. Da die bis heute offengelegten Beteiligungsverhältnisse gemäss Art. 20 BEHG nicht den Schluss zulassen, dass der Verwaltungsrat von InCaptive anlässlich ihrer Generalversammlung den Ausgang der Abstimmung zu garantieren vermag, ist diese Bedingung als zulässig zu erachten. Im Übrigen kann auf die vorangegangenen Ausführungen (Ziff. 7.2) verwiesen werden, wonach ein missbräuchliches Verhindern einer schwebenden Bedingung durch die Anbieterin Schadenersatzansprüche der Aktionäre auslösen würde.

## **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. Aus diesen Steuerproblemen im Zusammenhang mit dem vorangemeldeten Übernahmeangebot würden sich zahlreiche Frage ergeben, weshalb die Anbieterin aufzufordern sei, die ihr vorliegenden Steuerrulings unverzüglich offenzulegen.

InCaptive bestreitet das Anfallen von erheblichen Steuern für den andienenden Aktionär. Mit der gewählten Transaktionsstruktur würde insbesondere dies verhindert. Die Anbieterin hält weiter fest, dass sie gegenüber der Übernahmekommission die mit der eidgenössischen Steuerverwaltung getroffenen Steuerrulings offenlege. Diese Dokumente seien aber vertraulich entgegenzunehmen und der Zielgesellschaft erst im Zeitpunkt der Veröffentlichung des Angebotsprospekts zugänglich zu machen.

**9.2** Würde der Anbieter ein Übernahmeangebot unterbreiten, das derart schwerwiegende steuerrechtliche Konsequenzen für den andienenden Aktionäre zur Folge hätte, dass das Zustandekommen des Angebotes von vornherein ausgeschlossen werden müsste, wäre das Verhalten des Anbieters als unlauter zu bezeichnen. Diese Beurteilung sowie die Analyse der Steuerfolgen wird die Übernahmekommission im Rahmen der Prüfung der Gesetzeskonformität des Angebotes, d.h. bei Vorliegen des Angebotsprospekts, vornehmen und dabei der Kritik der Zielgesellschaft Rechnung tragen. Der Zielgesellschaft wird im Rahmen dieser Prüfung erneut die Gelegenheit zur Stellungnahme gegeben werden. Ergänzend sei festgehalten, dass Sulzer zudem im Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft gemäss Art. 29 ff. UEV-UEK Gelegenheit haben wird, den Aktionären die steuerlichen Auswirkungen der Annahme des Angebotes vor Augen zu führen.

Dem Antrag der Anbieterin um vertrauliche Entgegennahme der Steuerrulings wird nicht stattgegeben. Ihr Übernahmeangebot weist eine Vielzahl steuerrechtlicher Aspekte auf. Bei einer Abwägung zwischen dem Geheimhaltungsinteresse der Anbieterin und dem Anspruch der Zielgesellschaft, bei einer solch komplexen Transaktionsstruktur die steuerrechtlichen Elemente einer eingehenden Analyse unterziehen zu können, sind auch aufgrund des engen Zeitrahmens bei der Prü-

fung des Angebotsprospekts die Interessen der Zielgesellschaft stärker zu gewichten. Die Übernahmekommission wird deshalb die ihr zugestellten Steuerrulings nach unbenutztem Ablauf der Frist zur Anfechtung der heutigen Empfehlung an die Zielgesellschaft weiterleiten.

## **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. Der Ausschluss amerikanischer Aktionäre vom Kaufangebot verletzt nach Sulzer den Grundsatz der Gleichbehandlung. Diese Ungleichbehandlung sei heute nicht mehr vertretbar, zumal dies der Anbieter 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. Eine Änderung dieser Praxis ohne vorausgehende Ankündigung durch die zuständige Behörde müsse als Verletzung des Grundsatzes von Treu und Glauben gewertet werden. Weiter legt die Anbieterin dar, dass die in Auftrag gegebene legal opinion, welche der Übernahmekommission eingereicht wurde, ergeben habe, dass unter den neuen amerikanischen Bestimmungen eine Ausdehnung des Angebotes nicht möglich, bzw. mit unverhältnismässigem Aufwand verbunden gewesen wäre. Eine abschliessende Beurteilung könne jedoch erst erfolgen, wenn klar sei, dass die Ausnahmen überhaupt gewährt werden könnten. Deshalb sei die Zielgesellschaft aufzufordern, die US Holders der Übernahmekommission und der Anbieterin bekannt zu geben. Betreffend die der Übernahmekommission eingereichte legal opinion stellt InCentive den Antrag, dass diese erst im Rahmen der Prüfung des Angebotsprospekts der Zielgesellschaft zugänglich gemacht werden könne.

**10.2** Übernahmeangebote nach Schweizer Recht können mit ausländischen Gesetzen in Konflikt geraten. Nach ständiger Praxis der Übernahmekommission werden deshalb Sales Restrictions zur Verhinderung der Haftbarkeit des Anbieters zugelassen. Diese Ungleichbehandlung der Aktionäre darf jedoch nicht ohne zwingenden Grund erfolgen. Die Einschränkungen sind deshalb vom Anbieter derart auszugestalten, dass sie nicht weiter gehen, als dies zum Ausschluss allfälliger Haftbarkeiten unbedingt notwendig ist (Empfehlung in Sachen *TAG Heuer International SA* vom 7. Oktober 1999).

Es trifft zu, dass die neue amerikanische Regelung die Möglichkeit eröffnet, bei der zuständigen Behörde 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 Holders befinden. Unabhängig davon ist der Anbieter verpflichtet, sämtliche Angebotsdokumente, die nach schweizerischem Recht erstellt wurden, auch den US Holdern sowie der SEC zukommen zu lassen. Die Gefahr der Haftbarkeit aus den amerikanischen securities laws kann deshalb weiterhin nicht gänzlich ausgeschlossen werden. Wenn allerdings 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, wird - zumindest im Rahmen der neuen Ausnahmeregelung - eine Berufung auf die potentielle Haftbarkeit kein Gehör mehr finden. Sulzer hat deshalb offenzulegen, ob sie eine aktive Platzierung der Aktien in den USA betrieb, und wenn ja, wann und in welcher Form die Öffentlichkeit hierüber informiert wurde. Weiter hat die Zielgesellschaft offenzulegen, wieviele Titel der Gesellschaft sich im Besitz von US-Holders befinden. Eine abschliessende Beurteilung der Frage der Zulässigkeit der vorliegenden Sales Restrictions wird erst nach Erhalt dieser Angaben möglich sein. Sollte die Zielgesellschaft nicht in der Lage sein, die notwendigen Informationen fristgerecht beizubringen, hätte dies die Zulässigkeit der Sales Restrictions zur Folge.



Dem Antrag der Anbieterin um vertrauliche Behandlung der zugestellten legal opinion wird nicht stattgegeben. Das der Übernahmekommission eingereichte Dokument dient dazu, die von InCaptive dargelegten Ausführungen zum amerikanischen Recht zu belegen und enthält keine transaktions-spezifischen Angaben. Die Übernahmekommission wird deshalb die ihr zugestellte legal opinion nach unbenutztem Ablauf der Frist zur Anfechtung der heutigen Empfehlung an die Zielgesellschaft weiterleiten.

## **11. Bekanntgabe der Zusammensetzung des Aktionariats und Gruppenverbindungen durch den Anbieter**

**11.1** Sulzer beantragt in ihrer Eingabe, InCaptive habe die Zusammensetzung ihres Aktionariats und allfällige Gruppenverbindungen bekanntzugeben. Dies sei deshalb zu fordern, weil keineswegs ausgeschlossen werden könne, dass die Anbieterin sowie deren Aktionäre im Rahmen des Angebotes zusammenwirken.

**11.2** Dem Anbieter obliegt im Rahmen öffentlicher Kaufangebote die gesetzliche Pflicht, allfällige Verbindungen mit anderen Aktionären aufzuzeigen. Diese Pflicht kommt jedoch gemäss Art. 19 Abs. 1 lit. b bis d UEV-UEK erst mit der Publikation des Angebotsprospekts zum Tragen. Der Antrag der Zielgesellschaft betreffend Offenlegung der Informationen über die Zusammensetzung des Aktionariats und allfälliger Gruppenbildung ist zum heutigen Zeitpunkt verfrüht und folglich abzuweisen.

## **12. Publikation**

Die vorliegende Empfehlung wird am ersten Börsentag nach der Eröffnung an die Parteien auf der Website der Übernahmekommission publiziert.

## **13. Gebühr**

Gemäss Art. 62 Abs. 5 UEV-UEK kann die Übernahmekommission in besonderen Fällen, namentlich wenn die Zielgesellschaft einem Ausschuss besondere Arbeit verursacht hat, Letzterer eine Gebühr auferlegen. Vorbringen der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit der Gesetzeskonformität der Voranmeldung sind als Bestandteil des Verfahrens eines öffentlichen Kaufangebotes zu betrachten. Folglich wird an dieser Stelle keine separate Gebühr erhoben.

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

1. Die Voranmeldung zum öffentlichen Kauf- und Umtauschangebot der InCaptive Capital AG entspricht dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 und entfaltet demnach ihre Rechtswirkung gemäss Art. 9 UEV-UEK.
2. Die Übernahmekommission wird die ihr eingereichten Steuerrulings und die legal opinion nach unbenutztem Ablauf der Frist zur Anfechtung der heutigen Empfehlung an die Sulzer AG weiterleiten.
3. Die Sulzer AG hat gegenüber der Übernahmekommission innert fünf Börsentagen nach Erhalt der heutigen Empfehlung offenzulegen, ob sie eine aktive Platzierung ihrer Aktien in den USA betrieb, und wenn ja, wann und in welcher Form die Öffentlichkeit hierüber informiert wurde. Weiter hat Sulzer AG offenzulegen, wieviele Titel der Gesellschaft sich im Besitz von US-Holders befinden.

4. Diese Empfehlung wird am ersten Börsentag nach Eröffnung an die Parteien auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.

Der Präsident:

Hans Caspar von der Crone

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.