

**B****ÜBERNAHMEKOMMISSION  
COMMISSIONE DELLE OPA****COMMISSION DES OPA  
SWISS TAKEOVER BOARD**Selnaustrasse 32  
Postfach  
CH - 8021 ZürichTel. 41 (0) 1 229 229 0  
Fax 41 (0) 1 229 229 1  
www.takeover.ch**EMPFEHLUNG II****vom 11. Juni 2003****Öffentliches Kauf- und Umtauschangebot der Zimmer Holdings, Inc., Warsaw (USA), an die Aktionäre der InCentive Capital AG, Zug – Voranmeldung, Bedingungen, Verzicht auf Widerrufsrecht der Aktionäre bei Konkurrenzofferte, Rückzugsrecht der Erstanbieterin**

**A.** Die InCentive Capital AG („InCentive“ oder „Zielgesellschaft“) ist eine Investmentgesellschaft mit Sitz in Zug. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 42'944'040 und ist eingeteilt in 2'147'202 Inhaberaktien mit einem Nennwert von je CHF 20. Die Aktien sind an der SWX Swiss Exchange („SWX“) kotiert. Die Statuten von InCentive enthalten eine Opting Out Klausel. Hauptaktionäre der InCentive sind die Zürich-Versicherungsgesellschaft mit einer Beteiligung von 24.96% am Kapital und der Stimmen an der Gesellschaft, die III Institutional Investors International Corp. (20.78%), Herr René Braginsky (20%) und die „Familie Hans Kaiser“ (bestehend aus Herrn Hans Kaiser sowie Frau Franca Schmidlin-Kaiser und Frau Marianne Kaiser), die 11.2% an InCentive hält.

**B.** Die Centerpulse AG („Centerpulse“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Zürich. Ihr Aktienkapital beträgt CHF 355'984'200. Es ist eingeteilt in 11'866'140 Namenaktien zu je CHF 30 Nennwert. Die Aktien der Centerpulse sind an der SWX und, in der Form von American Depositary Receipts („ADRs“ bzw. „ADSs“ für American Depositary Shares), an der New York Stock Exchange kotiert.

**C.** Hauptvermögenswert der InCentive ist eine Beteiligung an Centerpulse im Umfang von (nach Ausübung und dem Verfall von Kaufoptionen) rund 19% des Kapitals und der Stimmrechte an der Gesellschaft. Die übrigen Vermögenswerte von InCentive bestehen grösstenteils aus liquiden Beteiligungen an kotierten Gesellschaften sowie einigen wenigen Private Equity („PE“) Engagements.

**D.** Die Smith & Nephew plc. („Smith & Nephew“ oder „Erstanbieterin“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in London (Grossbritannien). Per 1. Januar 2003 betrug ihr genehmigtes Aktienkapital GBP 150'000'000 und ihr ausgegebenes Kapital GBP 113'614'997.49, eingeteilt in 929'577'252 „ordinary shares“ mit einem Nennwert von je 12 2/9 pence und 268'500 „preference shares“ mit einem Nennwert von je GBP 1. Die Aktien von Smith & Nephew sind an der London Stock Exchange und ebenfalls an der New York Stock Exchange (in der Form von ADRs) kotiert.

**E.** Die Zimmer Holdings, Inc. („Zimmer“ oder „konkurrierende Anbieterin“) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Warsaw, Indiana (USA). Ihr genehmigtes Kapital besteht aus (a) 1'000'000'000 Stammaktien (common stock) mit einem Nennwert von je USD 0.01 und (b) 250'000'000 Vorzugsaktien (preferred shares) mit einem Nennwert von je USD 0.01 (davon 2'000'000 Serie A (Series A Participating Cumulative Preferred Stock), der Rest der Vorzugsaktien wurde noch nicht bestimmt).

Per 19. Mai 2003 waren keine Vorzugsaktien, aber 196'624'148 Stammaktien ausgegeben. Die Aktien sind an der New York Stock Exchange kotiert.

**F.** Die Erstanbieterin beabsichtigt, Centerpulse im Rahmen eines öffentlichen Übernahmeangebots zu erwerben. Da InCentive rund 19% des Kapitals und der Stimmrechte an Centerpulse hält, soll die Übernahme von Centerpulse sowohl über ein öffentliches Übernahmeangebot auf Centerpulse als auch über ein Angebot auf InCentive erfolgen. Am 20. März 2003 einigte sich die Anbieterin mit InCentive und mit deren Hauptaktionären (vgl. lit. A.) über die wesentlichen Konditionen der Übernahmetransaktionen (vgl. nachfolgend lit. M.).

**G.** Am 20. März 2003 veröffentlichte Smith & Nephew in den elektronischen Medien die Voranmeldung eines öffentlichen Kauf- und Umtauschangebots für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Centerpulse. Am 22. März 2003 erfolgte die landesweite Publikation der Voranmeldung, indem sie in mehreren Zeitungen in deutsch und französisch veröffentlicht wurde.

**H.** Gleichzeitig mit der Veröffentlichung des Angebots auf Centerpulse veröffentlichte Smith & Nephew in den elektronischen Medien auch die Voranmeldung eines öffentlichen Kauf- und Umtauschangebots für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien von InCentive. Am 22. März 2003 erfolgte die landesweite Publikation der Voranmeldung zum InCentive Angebot, indem sie in mehreren Zeitungen in deutsch und französisch veröffentlicht wurde.

**I.** Nach Veröffentlichung der Voranmeldung unterbreitete Smith & Nephew der Übernahmekommission den Angebotsprospekt sowie den Bericht des Verwaltungsrats von InCentive.

**J.** Mit Empfehlung vom 16. April 2003 stellte die Übernahmekommission fest, dass das Angebot von Smith & Nephew an die Aktionäre von InCentive dem BEHG entspricht.

**K.** Am 25. April 2003 veröffentlichte Smith & Nephew in der Tagespresse und den elektronischen Medien das öffentliche Kauf- und Umtauschangebot an die Aktionäre von Centerpulse. Das Angebot dauert bis am 24. Juni 2003. Den Centerpulse Aktionären werden pro Namenaktie 25.15 Aktien der Smith & Nephew Group plc., London („Smith & Nephew Group“ bzw. ebenfalls „Erstanbieterin“) sowie eine Barzahlung von CHF 73.42 angeboten. Bei der Smith & Nephew Group handelt es sich um eine am 8. Januar 2002 gegründete Gesellschaft, welche als Holdinggesellschaft der bisherigen Smith & Nephew fungieren wird. Die Gesellschaft ist in Grossbritannien registriert und hat ihren Verwaltungssitz in der Schweiz. Ihre Aktien sollen an der London Stock Exchange sowie an der SWX kotiert werden.

**L.** Ebenfalls am 25. April 2003 veröffentlichte Smith & Nephew in der Tagespresse und den elektronischen Medien das öffentliche Übernahmeangebot an die Aktionäre von InCentive. Das Angebot dauert ebenfalls bis am 24. Juni 2003. Der Angebotspreis berechnet sich nach folgender Formel:

Angebotspreis =  $a + b / c$ , wobei

a = die Gesamtzahl der Smith & Nephew Group Aktien und der gesamte Barbetrag, der im Rahmen des Centerpulse Angebots für die Centerpulse Aktien, die durch InCentive gehalten werden, zu zahlen wäre;

b = der angepasste Nettoinventarwert (positiv oder negativ) von InCentive, der auf den letzten Tag der Angebotsfrist des InCentive Angebots, aber ohne Berücksichtigung des Centerpulse Anteils und ohne die sich im Besitz von InCentive oder einer ihrer Tochtergesellschaften be-

findenden eigenen InCentive Aktien zu berechnen und durch InCentives Revisoren zu bestätigen ist;

c = die Gesamtzahl ausstehender InCentive Aktien am letzten Tag der Angebotsfrist des InCentive Angebots abzüglich der an diesem Tag gehaltenen eigenen Aktien.

Das InCentive Angebot ist vor dem Hintergrund des parallel dazu laufenden Centerpulse Angebots zu betrachten. Hauptziel der Anbieterin ist die Übernahme von Centerpulse, eine wie die Anbieterin im Bereich der Medizinaltechnik (Orthopädie) tätige Unternehmung. Die Hauptaktionärin von Centerpulse, InCentive, ist eine Investmentgesellschaft. Diese soll zwar zugleich mittels Parallelofferte zu Centerpulse übernommen werden, allerdings ist die Anbieterin nur an der Centerpulse Beteiligung und nicht an den übrigen Investments von InCentive interessiert. Deshalb sollen im Vorfeld und während des Angebots auf InCentive deren übrige Beteiligungen vollständig veräussert werden, so dass das Vermögen der Gesellschaft spätestens am Ende der Angebotsfrist nur noch aus der Beteiligung an Centerpulse und liquiden Mitteln bestehen wird. Die InCentive Aktionäre erhalten folglich gemäss der oben erwähnten Formel für die Centerpulse Beteiligung ihrer Gesellschaft die gleiche Entschädigung wie die übrigen Centerpulse Aktionäre, nämlich pro Centerpulse Aktie 25.15 Smith & Nephew Group Aktien sowie eine Barabgeltung von CHF 73.42. Für die übrigen, bis am Ende der Angebotsfrist vollständig veräusserten Beteiligungen der InCentive werden sie entsprechend dem dannzumaligen Net Asset Value („NAV“) dieser Vermögenswerte (welche aus liquiden Mitteln bestehen werden), entschädigt.

**M.** Smith & Nephew veröffentlichte zudem am 25. April 2003 in den USA für die dort residierenden Inhaber von Centerpulse-ADRs (US-Holders) ein den US-amerikanischen Bestimmungen entsprechendes Übernahmeangebot.

**N.** Am 20. Mai 2003 veröffentlichte Zimmer in den elektronischen Medien die Voranmeldung eines öffentlichen Kauf- und Umtauschangebots für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien von Centerpulse. Am 22. Mai 2003 erfolgte die landesweite Publikation der Voranmeldung, indem sie in mehreren Zeitungen in deutsch und französisch veröffentlicht wurde.

Den Aktionären von Centerpulse werden je Namenaktie CHF 120 in bar und 3.68 Zimmer Stammaktien geboten.

**O.** Ebenfalls am 20. Mai 2003 veröffentlichte Zimmer in den elektronischen Medien die Voranmeldung eines öffentlichen Kauf- und Umtauschangebots für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien von InCentive. Am 22. Mai 2003 erfolgte die landesweite Publikation der Voranmeldung, indem sie in mehreren Zeitungen in deutsch und französisch veröffentlicht wurde.

Der Preis des Angebots berechnet sich nach der gleichen Formel wie derjenige des Angebots von Smith & Nephew auf InCentive (vgl. lit. L.), wobei jedoch

a = die Gesamtzahl der Zimmer Stammaktien und der gesamte Barbetrag sind, der im Rahmen des Centerpulse Angebots von Zimmer für die Centerpulse Aktien, die durch InCentive gehalten werden, zu zahlen wäre.

**P.** Ebenfalls am 20. Mai 2003 gelangte Zimmer an InCentive mit dem Begehren, es sei Zimmer darzulegen, welche Informationen man Smith & Nephew im Rahmen der bei InCentive vor Veröffentlichung des Smith & Nephew Angebots durchgeführten Due Diligence zur Verfügung gestellt habe und nach welchem Prozedere diese Due Diligence bei InCentive durchgeführt worden sei.

**Q.** Am 21. Mai 2003 forderte der Präsident der Übernahmekommission Smith & Nephew, Zimmer, Centerpulse und InCentive (alle zusammen die „Parteien“) auf, bis spätestens am 26. Mai 2003 zur Voranmeldung von Zimmer sowie zum Begehren von Zimmer vom 20. Mai 2003 zur Durchführung einer Due Diligence Stellung zu nehmen.

**R.** Fristgerecht stellten die Parteien ihre Stellungnahmen der Übernahmekommission sowie auch sämtlichen andern Parteien direkt zu. Die Parteien hatten sodann Gelegenheit, sich zu diesen Stellungnahmen bis am Dienstag, 27. Mai 2003, zu äussern.

**S.** Am 28. Mai 2003 forderte der Präsident der Übernahmekommission die Parteien auf, bis am 30. Mai 2003 Stellung zu nehmen zur Frage der Vereinbarkeit des Verzichts auf die Widerrufsmöglichkeit von den in lit. B. genannten InCentive Aktionären bei einem konkurrierenden Angebot mit Art. 30 Abs. 1 BEHG (vgl. dazu das sog. InCentive Tender Agreement im Angebotsprospekt von Smith & Nephew vom 25. April 2003 an die Aktionäre von InCentive, S. 25 f.). Die Stellungnahmen der Parteien zu dieser Frage gingen innert zweimal erstreckter Frist am 5. Juni 2003 bei der Übernahmekommission ein.

**T.** Am 30. Mai 2003 unterbreitete die Übernahmekommission den Parteien einen Vorschlag für den zeitlichen Ablauf der Angebote (vgl. zum Zeitplan die heute erlassene Empfehlung in Sachen *Centerpulse AG und InCentive Capital AG*).

**U.** Heute hat die Übernahmekommission unter dem Vorsitz ihres Präsidenten Herrn Hans Caspar von der Crone sowie den Kommissionsmitgliedern Frau Anne Héritier Lachat und Herrn Thierry de Marignac die folgende Empfehlung erlassen.

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

### **1. Voranmeldung**

#### **1.1 Rechtzeitige Veröffentlichung der Voranmeldung nach Art. 8 UEV-UEK**

Gemäss Art. 7 Abs. 1 UEV-UEK kann ein Anbieter ein Angebot vor der Veröffentlichung des Angebotsprospekts voranmelden. 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, die Börseninformationen verbreiten, zuzustellen. Damit die Rechtswirkungen gemäss Art. 9 UEV-UEK an diesen Zeitpunkt geknüpft werden können, genügt gemäss Praxis der Übernahmekommission die blosser Zustellung an ein elektronisches Medium jedoch nicht. Vielmehr hat eine *Veröffentlichung* der vollständigen Voranmeldung zu erfolgen.

Im vorliegenden Fall wurde die Voranmeldung, welche sämtliche Angaben gemäss Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK enthielt, von Zimmer am 20. Mai 2003 in den elektronischen Medien publiziert. Die Publikation in den Tageszeitungen erfolgte rechtzeitig innert drei Börsentagen am 22. Mai 2003. Somit entfaltete die Voranmeldung grundsätzlich ihre Wirkungen am 20. Mai 2003.

#### **1.2 Transparenz und Einhaltung des Lauterkeitsgebots bei der Darstellung der Voranmeldung**

Smith & Nephew bemängelt in ihrer Stellungnahme vom 26. Mai 2003 die Darstellung der Voranmeldung von Zimmer. Darin werde zunächst der Wert des Zimmer Angebots an die Centerpulse Aktionäre, der in erster Linie entscheidend ist für den Preis, den die InCentive Aktionäre für ihre Titel erhalten, mit CHF 350 pro anvisierte Centerpulse Aktie dargestellt. Die Tatsache, dass sich Zimmer eine Reduktion des Angebotspreises je nach Erkenntnissen einer bei Centerpulse durchgeführten Due Diligence vorbehalte, werde erst viel später im Text der Voranmeldung nach den Informationen zur „Mix and Match Rule“, der „Angebotsfrist“ und den „Bedingungen“ erwähnt. Smith & Nephew rügt insbesondere auch, dass sich Zimmer mit einem allgemeinen Verweis auf die Rechte nach Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK begnügt habe, statt ausdrücklich zu erklären, dass sie sich eine Reduktion des Angebotspreises vorbehalte. Die Voranmeldung von Zimmer sei somit intransparent und verstosse gegen das Lauterkeitsgebot. Daraus folge, dass der Angebotspreisvorbehalt von Zimmer nicht rechtskonform und somit nicht verbindlich sei.

Die Vorwürfe der Erstanbieterin sind nicht gerechtfertigt. Die Voranmeldung von Zimmer enthält alle Angaben, die Art. 7 Abs. 2 UEV-UEK verlangt. Die Tatsache, dass sich der Vorbehalt einer allfälligen Reduktion des Angebotspreises nicht unmittelbar nach der Darstellung des Angebotswerts von CHF 350 je Centerpulse Aktie findet und Zimmer im Übrigen nur allgemein auf die Rechte nach Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK verweist (vgl. zur Zulässigkeit dieses Verweises E. 3.2), ist sicherlich nicht optimal. Diese Darstellung der Voranmeldung kann aber nicht – wie dies Smith & Nephew vorbringt – kurzerhand als gegen das Transparenz- und Lauterkeitsgebot verstossend bezeichnet werden. Folglich erwachsen der konkurrierenden Anbieterin keine negativen Rechtsfolgen aus der Darstellung ihrer Voranmeldung. Im Übrigen ist festzuhalten, dass vom sachkundigen Anleger auszugehen ist, der den Informationsgehalt einer Voranmeldung wie derjenigen von Zimmer sehr wohl versteht.

## **2. Bedingungen**

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 auf den Eintritt der Bedingung zustande kommen würde. Falls der Anbieter aufgrund der Art der aufschiebenden Bedingung einen Beitrag zu deren Eintritt leisten muss, hat er alle ihm zumutbaren Massnahmen zu ergreifen, damit die Bedingung eintritt.

Ein öffentliches Kaufangebot kann ausnahmsweise auch an auflösende Bedingungen geknüpft werden. Diejenigen Bedingungen, die nach Ablauf der Angebotsfrist eintreten, benötigen das Einverständnis der Übernahmekommission (Art. 13 Abs. 4 UEV-UEK). Dieses wird unter der Voraussetzung gegeben, dass dem Anbieter aus der Resolutivbedingung deutliche Vorteile erwachsen, welche die daraus resultierenden Nachteile für die Angebotsempfänger zu überwiegen vermögen (vgl. Empfehlung in Sachen *Sulzer* vom 11. April 2001, E. 8.2). Das vorliegende Angebot ist an die folgenden aufschiebenden Bedingungen geknüpft.

**2.1 Bedingung a)** gemäss der Voranmeldung von Zimmer vom 20. Mai 2003 sieht vor, dass alle Bedingungen des Centerpulse Angebots erfüllt sind oder Zimmer darauf verzichtet hat.

Vor dem Hintergrund des vorliegenden Doppelangebots auf Centerpulse und InCentive ist die Bedingung nicht zu beanstanden. Es versteht sich von selbst, dass das Angebot auf InCentive, mit dem in erster Linie deren Beteiligung an Centerpulse erworben werden soll, vom Zustandekommen des Centerpulse Angebots abhängt. Die Bedingung, die sich im Übrigen mit der Bedingung a. des Angebots von Smith & Nephew auf InCentive deckt (vgl. allgemein zu den im Angebot von Smith &

Nephew zugelassenen Bedingungen die Empfehlung in Sachen *InCentive Capital AG* vom 16. April 2003, E. 6), ist folglich zulässig.

**2.2 Bedingung b)** gemäss Voranmeldung sieht vor, dass (i) eine ausserordentliche Generalversammlung von InCentive beschlossen hat, dass – abhängig vom erfolgreichen Zustandekommen des InCentive Angebots – alle amtierenden InCentive Verwaltungsratsmitglieder abgewählt und durch die von Zimmer vorgeschlagenen Personen ersetzt werden, oder (ii) alle InCentive Verwaltungsratsmitglieder eingewilligt haben, per Datum des erfolgreichen Zustandekommens des InCentive Angebots zurückzutreten (unter der Voraussetzung, dass mindestens ein Verwaltungsratsmitglied nicht zurückgetreten ist und vor dem erfolgreichen Zustandekommen des InCentive Angebots einen Mandatsvertrag mit Zimmer abgeschlossen hat) oder die Verwaltungsratsmitglieder mit Zimmer einen Mandatsvertrag für den Zeitraum vom erfolgreichen Zustandekommen des InCentive Angebots bis zur InCentive Generalversammlung, anlässlich welcher die von Zimmer vorgeschlagenen Personen als Mitglieder des InCentive Verwaltungsrats gewählt werden.

**2.2.1** Bereits die Bedingung b. i) des Angebots von Smith & Nephew auf InCentive hat den Rücktritt aller Verwaltungsratsmitglieder von InCentive und die Wahl von neuen, durch Smith & Nephew vorgeschlagenen Personen zum Gegenstand. Der Vollzug des Rücktritts und der Wahl der neuen Mitglieder soll gemäss Traktandenliste für die InCentive Generalversammlung vom 5. Juni 2003 auf den Zeitpunkt der Abwicklung des Erstangebots von Smith & Nephew erfolgen.

Soweit mit der Bedingung b) gemäss der Voranmeldung von Zimmer die Abhaltung einer Generalversammlung durch InCentive verlangt wird (i), ist sie im vorliegenden Fall nicht zuzulassen, da dies zu unnötigen Verzögerungen der gesamten Übernahmetransaktion führen kann.

Die Mandatsverträge betreffend (Bedingung b)(ii)) muss festgehalten werden, dass die Erfüllung der Bedingung von Zimmer zu einer Pattsituation führen kann für den Fall, dass nach Ablauf der Angebotsfrist – was nicht ausgeschlossen werden kann – beide Anbieter ihre Angebote als zustande gekommen erklären. In einem solchen Fall könnten, ohne dass dies von den Parteien beabsichtigt zu sein braucht, unklare und intransparente Verhältnisse entstehen. Dies gilt es zu vermeiden, weshalb der konkurrierenden Anbieterin zuzumuten ist, auf die Bedingung f) im Angebot zu verzichten.

Zu beachten ist, dass damit die Erfolgchancen des Zimmer Angebots nicht beeinträchtigt werden. Der Verwaltungsrat von InCentive hat nämlich – auch wenn die Bedingung b.i) des Smith & Nephew Angebots erfüllt sein sollte – in erster Linie seinen gesetzlichen Pflichten nachzukommen, d.h er muss die Interessen der Gesellschaft wahren (vgl. Art. 717 Abs. 1 OR). Zimmer kann somit auch ohne Abschluss eines Mandatsvertrags mit mindestens einem Verwaltungsratsmitglied im Falle des Zustandekommens ihrer Konkurrenzofferte anlässlich einer ausserordentlichen Generalversammlung von InCentive beantragen, dass die von ihr vorgeschlagenen Personen in den Verwaltungsrat von InCentive gewählt werden.

Folglich ist die Bedingung b) nicht zulässig.

**2.2.2** Der vorliegende Fall zeigt auf, dass die Praxis der Übernahmekommission, wonach es grundsätzlich zulässig ist, Generalversammlungsbeschlüsse der Zielgesellschaft zum Gegenstand einer Bedingung zu machen (vgl. dazu die Empfehlung I vom 19. März 2000 in Sachen *Sulzer AG*), im Einzelfall zu unübersichtlichen oder sich widersprechenden Verhältnissen führen kann, was der Transparenz eines Angebots abträglich ist. Es stellt sich deshalb die Frage, ob an dieser Praxis festgehalten werden soll. Abgesehen von denjenigen Fällen, in denen die Statuten der Zielgesellschaft eine Stimmrechtsbeschränkungs- oder Vinkulierungsbestimmung enthalten, die der Anbieter beseitigen muss, dürfte nämlich in aller Regel für den Erfolg einer Übernahmetransaktion kein Generalversammlungsbeschluss der Zielgesellschaft erforderlich sein – ebenso wenig wie bestimmte Hand-

lungen oder Unterlassungen des Verwaltungsrats. Vielmehr wird es meistens genügen, wenn der Anbieter nach dem Zustandekommen seines Angebots anlässlich einer (ausserordentlichen) Generalversammlung mit seiner im Rahmen des Angebots erlangten Stimmrechte für die gewünschten Beschlüsse sorgen kann. Die Übernahmekommission wird diese Überlegungen in künftigen Fällen berücksichtigen.

**2.3 Bedingung c)** der Voranmeldung Zimmer sieht vor, dass Zimmer und gewisse Aktionäre von InCentive eine Vereinbarung mit den im Wesentlichen gleichen Bedingungen und Konditionen wie im Tender Agreement vom 20. März 2003 zwischen diesen gewissen Aktionären von InCentive, Smith & Nephew und Smith & Nephew Group abgeschlossen habe und alle der wesentlichen Bedingungen und Konditionen dieser Zimmer-InCentive Vereinbarung erfüllt sind. Weiter sieht die Bedingung c) vor, dass Zimmer und InCentive eine Vereinbarung mit den im Wesentlichen gleichen Bedingungen und Konditionen wie im Transaction Agreement vom 20. März 2003 zwischen InCentive, Smith & Nephew und Smith & Nephew Group abgeschlossen haben und dass alle wesentlichen Bedingungen und Konditionen dieser Zimmer-Incentive Vereinbarung erfüllt sind.

Hintergrund dieser Bedingung ist Folgender: Smith & Nephew hat im Vorfeld ihres Angebots auf Centerpulse und InCentive mit den vier Hauptaktionären von InCentive ein Tender Agreement und ein „Transaction Agreement“ abgeschlossen (vgl. dazu den InCentive Angebotsprospekt von Smith & Nephew vom 25. April 2003, S. 24 ff.).

Im InCentive *Tender Agreement* verpflichten sich die vier Hauptaktionäre von InCentive (vgl. Sacherverhalt lit. A.) im Wesentlichen, ihre Aktien innerhalb von zwei Tagen nach Veröffentlichung des Smith & Nephew Angebots anzudienen. Im Fall des Vorliegens einer Konkurrenzofferte kann Smith & Nephew das InCentive Angebot als für zustande gekommen erklären und so in den definitiven Besitz der durch die vier Aktionäre angedienten Titel kommen, unter Bezahlung des Preises für das von InCentive gehaltenen 19% Pakets an Centerpulse, den die vier Aktionäre vom konkurrierenden Anbieter erhalten hätten (vgl. dazu E. 6).

Das InCentive *Transaction Agreement* regelt in erster Linie einerseits die Pflicht von Smith & Nephew, ein öffentliches Angebot für alle InCentive Aktien zu unterbreiten, andererseits ist es InCentive vor allem untersagt, die 19%-ige Beteiligung an Centerpulse zu veräussern.

Zimmer knüpft somit ihr Angebot an die Bedingung, dass die Hauptaktionäre von InCentive und die Gesellschaft selbst im Wesentlichen ähnliche Verträge eingehen wie dies mit der Erstanbieterin, Smith & Nephew, vereinbart wurde. Es ist offensichtlich, dass sich diese Bedingung nicht mit den soeben erwähnten Verträgen vereinbaren lässt, welche die Erstanbieterin mit InCentive und deren vier Hauptaktionären unterzeichnet hat. Die von Zimmer gewünschten Verträge könnten nur durch Vertragsbruch der InCentive Hauptaktionäre und InCentive selbst zustande kommen, womit sich die Bedingung als unlauter erweist. Zudem muss Zimmer realistischerweise davon ausgehen, dass InCentive und deren Hauptaktionäre die gewünschten Verträge nicht unterzeichnen, d.h. die Bedingung c) ist auch als unzulässige Potestativbedingung zu qualifizieren.

Die Bedingung c) ist folglich nicht zulässig.

**2.4 Die Bedingung d)** verlangt, dass eine ausserordentliche Generalversammlung von InCentive die Zimmer InCentive Vereinbarung vorbehältlich deren Vollzug genehmigt hat.

Nachdem festgestellt wurde, dass die Bedingung c) nicht zulässig ist, ist auch die Bedingung d), die ja direkt mit der Bedingung c) verknüpft ist, nicht zulässig.

**2.5** Die Bedingung e) sieht vor, dass das sog. Registration Statement Formular S-4, das von der konkurrierenden Anbieterin bei der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission („SEC“) in Verbindung mit dem InCentive Angebot einzureichen ist, im Sinne der Bestimmungen des US Securities Act von 1933 in Kraft getreten ist und die SEC keine Verfügung erlassen hat, welche die Inkraftsetzung des Registration Statements aufschiebt, und die SEC zu diesem Zweck kein Verfahren eingeleitet hat, das nicht bereits abgeschlossen oder zurückgezogen worden ist.

Die Erteilung der notwendigen Bewilligungen durch die SEC liegt nicht im Einflussbereich der Anbieterin. Zimmer ist verpflichtet, alles zu unternehmen, damit die SEC ihren entsprechenden Entscheid rechtzeitig fällen kann.

Die Bedingung e) ist folglich nicht zu beanstanden.

**2.6** Bedingung f) sieht vor, dass innerhalb der (allenfalls verlängerten) Angebotsfrist mindestens 80% der ausstehenden InCentive Aktien angedient wurden.

Knüpft die Anbieterin ihr Angebot an das Erreichen einer Mindestbeteiligung an der Zielgesellschaft, so darf die gesetzte Schwelle nicht unrealistisch hoch sein. Andernfalls würde es nur noch im Belieben der Anbieterin stehen, ein aufgrund der unrealistischen Bedingung von Anfang an zum Scheitern verurteiltes Angebot mittels Verzicht auf die entsprechende Bedingung doch noch zustande kommen zu lassen. Die Bedingung würde so zu einer unzulässigen Potestativbedingung im Sinne von Art. 13 Abs. 1 erster Satz UEV-UEK.

Im vorliegenden Fall haben sich die vier InCentive Hauptaktionäre, die zusammen mehr als 75% an InCentive halten, gegenüber Smith & Nephew zur Annahme deren Angebots verpflichtet. Diesen Aktionären steht jedoch von Gesetzes wegen das Recht zu, im Falle einer Konkurrenzofferte die erklärte Annahme des Erstangebots zu widerrufen und ihre Titel dem konkurrierenden Anbieter anzudienen (vgl. dazu E. 6). Vor diesem Hintergrund ist die von Zimmer gewählte Schwelle des Erreichens von 80% der Stimmrechte an InCentive zwar hoch, doch ist ihr Erreichen im vorliegenden Fall nicht unrealistisch. Insbesondere ist auch zu beachten, dass damit beide Anbieterinnen den gleich hohen Schwellenwert hinsichtlich der anvisierten InCentive Aktien haben, ist doch auch das Angebot von Smith & Nephew an eine 80%-Schwelle geknüpft.

Die Bedingung f) ist im Übrigen nicht im Einflussbereich von Zimmer und somit nach Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK zulässig.

**2.7** Bedingung g) sieht vor, dass weder ein Gericht noch eine Aufsichtsbehörde eine Entscheidung oder Verfügung erlassen haben, die das InCentive Angebot oder dessen Vollzug verbietet oder für rechtswidrig erklärt.

Die Bedingung ist nicht im Einflussbereich der Anbieterin und folglich nach Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK zulässig. Der Klarheit halber ist festzuhalten, dass die Bedingung nicht angerufen werden kann, soweit die Übernahmekommission im vorliegenden Fall sich zum Zimmer Angebot im Rahmen einer Empfehlung äussert, ausgenommen den Fall, dass damit der Vollzug des Angebots effektiv verboten oder das Angebot an sich für rechtswidrig erklärt wird.

**2.8** Bedingung h) sieht vor, dass weder InCentive noch eine ihrer Tochtergesellschaften von ihr oder einer Tochtergesellschaft gehaltene Centerpulse Aktien verkauft oder zu verkaufen vereinbart haben und weder InCentive noch eine ihrer Tochtergesellschaften zu einem Verkauf – abgesehen von Übertragungen innerhalb der InCentive Gruppe – verpflichtet sind.

Die Bedingung h) entspricht im Wesentlichen der Bedingung e) des Angebots von Smith & Nephew auf InCentive vom 25. April 2003, mit der Ausnahme, dass die Smith & Nephew Bedingung nicht nur den Verkauf oder die Verpflichtung zum Verkauf von Centerpulse Aktien beinhaltete, sondern auch den Fall umfasste, in dem InCentive die Centerpulse Aktien in einem Angebot andient.

Die Bedingung h) ist nicht im Einflussbereich der konkurrierenden Anbieterin und somit nach Art. 13 Abs. 1 UEV-UEK zulässig.

Im Übrigen ist festzuhalten, dass eine Veräusserung des Centerpulse Aktienpakets durch InCentive während dem Angebot – ausgenommen aufgrund eines Generalversammlungsbeschlusses – gestützt auf Art. 35 Abs. 2 lit. a. und b. UEV-UEK als widerrechtliche Abwehrmassnahme der Zielgesellschaft betrachtet werden müsste.

**2.9 Bedingung i)** sieht vor, dass bis zum Ende der Angebotsfrist gegen InCentive keine Klagen eingereicht wurden, deren Streitwert insgesamt CHF 34 Mio. übersteigen, die nicht vor dem Datum der Voranmeldung offengelegt worden sind und die weder versichert noch in der konsolidierten Bilanz von InCentive für das Geschäftsjahr 2002 durch entsprechende Rückstellungen berücksichtigt wurden.

InCentive macht gegen die Zulassung der Bedingung geltend, dass die Bedingung – weil unnötig – im Angebot fallenzulassen sei. Zusammengefasst begründet sie dies damit, dass im Fall von Klagen gegen InCentive bei der Gesellschaft entsprechend Rückstellungen gebildet werden müssten, was aufgrund der Formel für die Angebotspreisberechnung im InCentive Angebot von Zimmer zu einer entsprechenden Herabsetzung des Angebotspreises führen würde. Folglich sei die Anbieterin schon durch die Angebotspreisformel vor allen möglichen Klagen gegen InCentive geschützt.

Die Ausführungen von InCentive sind zwar grundsätzlich plausibel, doch ist zu berücksichtigen, dass eine gleichlautende Bedingung im Angebot von Smith & Nephew auf InCentive zugelassen wurde. Die Bedingung liegt zudem nicht im Einflussbereich der Anbieterin und ist folglich zulässig.

### **3. Due Diligence**

#### **3.1 Due Diligence des konkurrierenden Anbieters bei der Zielgesellschaft**

Gemäss Art. 48 Abs. 1 UEV-UEK hat die Zielgesellschaft im Falle konkurrierender Angebote den Grundsatz der Gleichbehandlung gegenüber allen Anbietern zu wahren und diesen insbesondere die gleichen Informationen zur Verfügung zu stellen. Eine Ungleichbehandlung einzelner Anbieter ist nur mit Zustimmung der Übernahmekommission möglich, wenn die Zielgesellschaft ein überwiegendes Gesellschaftsinteresse nachweist (Art. 48 Abs. 2 UEV-UEK).

Es ist unbestritten, dass Smith & Nephew bei InCentive eine Due Diligence durchführen konnte und Zimmer dasselbe Recht zugestanden werden muss. Zimmer hat sich gleichzeitig mit der Veröffentlichung der Voranmeldung an InCentive gewandt und InCentive aufgefordert, eine Due Diligence in demselben Umfang zuzulassen, wie dies Smith & Nephew zugestanden wurde.

Bis zum heutigen Datum hat die Übernahmekommission keine Anhaltspunkte von InCentive oder Zimmer, dass zwischen diesen beiden Parteien in Bezug auf die Due Diligence Fragen umstritten sind, zu denen sich die Übernahmekommission äussern müsste.

#### **3.2 Vorbehalt von Zimmer zum Angebotspreis nach Art. 9 Abs. 2 lit. a. UEV-UEK**

Nach Veröffentlichung der Voranmeldung darf ein Anbieter nach Art. 9 Abs. 2 Satz 1 UEV-UEK grundsätzlich nur noch zugunsten der Empfänger des Angebots ändern. Eine Reduktion des bekannt gegebenen Preises ist nach Art. 9 Abs. 2 lit. a. UEV-UEK nur möglich, wenn die Zielgesellschaft Gegenstand einer Due Diligence ist und die Änderung sachlich gerechtfertigt ist.

Zimmer behält sich in der Voranmeldung „alle ihr gemäss Art. 9 Abs. 2 UEV-UEK zur Verfügung stehenden Rechte vor“, womit eine allfällige Reduktion des Angebotspreises gemeint ist, falls sich dies aufgrund der Erkenntnisse der Due Diligence aufdrängen sollte.

Dieses Vorgehen von Zimmer ist grundsätzlich zulässig, allerdings sind folgende Punkte zu beachten: Eine Reduktion des Angebotspreises ist – wie soeben erwähnt - nur möglich, wenn dies sachlich gerechtfertigt ist. Dies bedeutet einerseits, dass Zimmer für den Fall, dass sie eine Reduktion des Angebotspreises vornehmen möchte, im Einzelnen darzulegen hätte, welche Erkenntnisse aus der Due Diligence in welcher Höhe eine Herabsetzung des Preises rechtfertigen sollen. Weiter wäre zu berücksichtigen, dass nur wesentliche, erst anlässlich der Due Diligence in Erfahrung gebrachte negative Tatsachen zu einer Reduktion des Angebotspreises berechtigen würden. Jegliche Argumentation zur Herabsetzung des Preises aufgrund von Informationen, die schon vor Veröffentlichung der Voranmeldung des Zimmer Angebots öffentlich zugänglich waren oder von denen Zimmer anderweitig (bspw. aufgrund ihrer Geschäftstätigkeit) hätte Kenntnis haben müssen, wäre von vornherein unzulässig.

Weiter ist festzuhalten, dass der Due Diligence Vorbehalt nur bis zur Veröffentlichung des eigentlichen Angebots Bestand haben darf. Im Angebot selbst ist er gestützt auf das Lauterkeitsgebot (Art. 1 UEV-UEK) grundsätzlich nicht mehr zulässig. Sollte Zimmer den Vorbehalt auch noch im Angebot aufrechterhalten wollen, müsste einerseits im Detail dargelegt werden, weshalb die Erkenntnisse aus der bei InCentive durchgeführten Due Diligence nicht ausreichen, um den Vorbehalt fallen zu lassen. Zudem müsste die maximale Herabsetzung des Angebotspreises, die man sich vorbehalten möchte, beziffert werden.

Anzumerken bleibt, dass die Frage der Zulässigkeit des Vorbehalts einer Preisreduktion im Angebot auch vom Verhalten der Zielgesellschaft abhängt. Je eher diese Hand bietet für die Durchführung einer Due Diligence, desto weniger würde sich ein Vorbehalt noch rechtfertigen und umgekehrt.

#### **4. Widerrufsrecht des Erstanbieters im Falle eines Konkurrenzangebots**

**4.1** Gemäss Art. 51 Abs. 1 UEV-UEK kann das vorhergehende Angebot bis spätestens am fünften Börsentag vor seinem gegebenenfalls nach Art. 50 Abs. 1 UEV-UEK verlängerten Ablauf widerrufen werden.

Sowohl Centerpulse als auch InCentive führen sinngemäss aus, es müsse verhindert werden, dass Smith & Nephew von ihrem Widerrufsrecht nach Art. 51 Abs. 1 UEV-UEK Gebrauch mache, bevor die beiden Angebote wirklich vergleichbar seien. Dies sei erst möglich, wenn über den Eintritt der verschiedenen Bedingungen Klarheit herrsche.

Vorab sei erwähnt, dass Smith & Nephew bis heute kein Widerrufsrecht geltend gemacht hat. Dennoch sei an dieser Stelle im Hinblick auf das künftige Verfahren Folgendes dazu festgehalten:

**4.2** Bei der Ausarbeitung der Bestimmungen über konkurrierende Angebote ging der Gesetzgeber von der Annahme aus, das konkurrierende Angebot falle für die Empfänger jeweils vorteilhafter aus als das vorhergehende (siehe Kommentar zum Entwurf der Übernahmeverordnung vom 22. Februar

1996, S. 48, N 79). Vor diesem Hintergrund wurde das Widerrufsrecht des vorhergehenden Anbieters in den Verordnungstext aufgenommen.

Die Übernahmekommission entschied im Fall Model/Axantis (Empfehlung in Sachen *Axantis Holding AG* vom 8. Dezember 2000, E. 1), dass Art. 50 Abs. 3 UEV-UEK folglich dahingehend auszulegen sei, dass der Widerruf eines vorhergehenden Angebotes nur dann börsenrechtskonform sei, wenn das konkurrierende Angebot mindestens als gleichwertig qualifiziert werden könne. Dabei sei nicht einzig auf den Angebotspreis abzustellen, sondern eine Gesamtbeurteilung der konkurrierenden Angebote, insbesondere auch der Bedingungen, an die das jeweilige Angebot geknüpft sei, vorzunehmen.

Bei den beiden im Fall Model/Axantis zu vergleichenden Angeboten handelte es sich um Bar-Angebote. Zudem waren die beiden Angebote jeweils nur an zwei Bedingungen geknüpft, von deren Eintritt im Zeitpunkt der Beurteilung der Angebote ausgegangen werden konnte. Diese einfachen Verhältnisse erlaubten es der Übernahmekommission festzustellen, dass das konkurrierende Angebot mindestens gleichwertig mit dem vorhergehenden Angebot war. Der Rückzug des Erstanbieters war folglich zulässig.

**4.3** Der vorliegende Fall liegt jedoch völlig anders. Zu berücksichtigen ist zunächst, dass sowohl das Smith & Nephew Angebot als auch dasjenige von Zimmer gemischte Angebote sind, d.h. die den Aktionären von InCentive offerierte Gegenleistung für die Annahme des Angebots besteht aus einer Bar- und einer Tauschkomponente. Bereits dieser Umstand relativiert bei genauer Betrachtung die Vergleichbarkeit der wirtschaftlichen Werte – und um das geht es letztlich – der beiden Angebote. Ausserdem hängt die Übernahme von Centerpulse, die ja auch beim InCentive Angebot im Zentrum steht, von der Zustimmung von Wettbewerbsbehörden ab. Die von diesen Behörden zu beurteilenden Sachverhalte decken sich per se für die beiden Anbieterinnen nicht, und insofern sind die Angebote auch diesbezüglich nicht vergleichbar. Weiter sind die (teilweise unterschiedlichen) Bedingungen zu beachten, deren Eintritt im Fall von Smith & Nephew heute teilweise schon feststeht, was für die Bedingungen von Zimmer nicht zutrifft.

Zusammenfassend ist deshalb festzuhalten, dass bis zum Ablauf der Angebotsfrist nicht objektiv festgestellt werden kann, ob das Angebot von Zimmer zumindest gleichwertig wie dasjenige von Smith & Nephew ist. Aus diesem Grund ist es Smith & Nephew zu untersagen, ihr Angebot bis zum Ablauf der (nach Art. 50 Abs. 1 UEV-UEK) verlängerten Angebotsfrist zurückzuziehen. Selbstverständlich würde aus den soeben erwähnten Überlegungen auch eine Änderung des Angebots von Smith & Nephew Zimmer nicht berechtigen, ihre Konkurrenzofferte zurückzuziehen.

**4.4** Bei näherer Betrachtung muss im Übrigen aus folgenden Überlegungen bezweifelt werden, ob Art. 51 Abs. 1 UEV-UEK überhaupt mit Art. 30 Abs. 1 BEHG vereinbar ist:

Art. 30 Abs. 1 BEHG hält unmissverständlich fest, dass die Inhaber von Beteiligungspapieren bei konkurrierenden Angeboten das Angebot frei wählen können müssen, d.h. die Aktionäre sollen das für sie wirtschaftlich attraktivere Angebot wählen können. Die Botschaft des Bundesrats hält zu dem damaligen Art. 28 Abs. 1 des Entwurfs zum BEHG, dessen Wortlaut mit dem heutigen Art. 30 Abs. 1 BEHG übereinstimmt, fest, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft bei konkurrierenden Angeboten in der Lage sein müssten, die verschiedenen Angebote miteinander zu vergleichen und sich für das Angebot zu entscheiden, das sie annehmen wollen (Botschaft des Bundesrats zum BEHG vom 24. Februar 1993, S. 47 f., 25.7). Dieses Wahlrecht aber wird illusorisch, wenn das Unterbreiten einer Konkurrenzofferte dem Erstanbieter automatisch ein Rückzugsrecht eröffnet. Insofern muss wohl davon ausgegangen werden, dass sich Art. 51 Abs. 1 UEV-UEK gar nicht mit Art. 30 Abs. 1 UEV-UEK vereinbaren lässt.

Zwar wird auch in der Botschaft zum BEHG (ebenfalls S. 47 f., 25.7) ausgeführt, dass der Verordnungsgeber dem Erstanbieter die Möglichkeit zum Rückzug seiner Offerte gewähren müsse. Begründet wird dies damit, dass sich die Verhältnisse, unter denen das erste Angebot unterbreitet wurde, bei Vorliegen eines Konkurrenzangebots grundlegend ändern könnten. Dabei wird aber übersehen, dass ein Anbieter grundsätzlich an seine publizierte Offerte gebunden ist und es keinen plausiblen Grund gibt, ihm im Fall einer Konkurrenzofferte ein Rückzugsrecht einzuräumen. Werden die Bedingungen der Erstofferte trotz einer Konkurrenz erfüllt, so ist dieses Angebot zustande gekommen, und der Anbieter hat das Angebot seinen Konditionen entsprechend abzuwickeln.

## **5. Widerrufsrecht hinsichtlich bereits angedienter Aktien bei einer Konkurrenzofferte**

### **5.1 Ausgangslage: Das InCentive Tender Agreement**

Die vier Hauptaktionäre von InCentive (vgl. lit. A.) haben am 20. März 2003 mit Smith & Nephew einen als InCentive Tender Agreement bezeichneten Vertrag unterzeichnet, der u.a. folgende Regelungen enthält (vgl. dazu auch den Angebotsprospekt von Smith & Nephew vom 25. April 2003 an die Aktionäre von InCentive, S. 25 f.):

- Die Hauptaktionäre verpflichten sich, ihre InCentive Aktien innert zwei Tagen nach Veröffentlichung des Smith & Nephew Angebots auf InCentive anzudienen.
- Die Hauptaktionäre können die Andienung ihrer Aktien grundsätzlich nicht widerrufen.
- Im Falle eines konkurrierenden Angebots auf Centerpulse oder eines konkurrierenden Parallelangebots auf Centerpulse und InCentive zu einer höheren Gegenleistung als das Smith & Nephew Angebot gilt, sofern das konkurrierende Centerpulse Angebot als zustande gekommen erklärt wird:
  - a. Smith & Nephew hat das Recht, ihr InCentive Angebot als zustande gekommen zu erklären, wobei zur Berechnung des zu bezahlenden Preises die Centerpulse Aktien zum Wert des konkurrierenden Centerpulse Angebots bewertet werden.
  - b. Entscheidet sich Smith & Nephew, ihr InCentive Angebot als nicht zustande gekommen zu erklären, muss sie InCentive erlauben, die Centerpulse Aktien unter dem konkurrierenden Angebot anzudienen. In diesem Fall hat jeder der vier Hauptaktionäre das Recht, das InCentive Tender Agreement umgehend zu beenden. Jeder Hauptaktionär ist danach frei, das konkurrierende InCentive Angebot anzunehmen.

## **5.2 Vereinbarkeit der vertraglich zugesicherten Unwiderrufflichkeit von Annahmeerklärungen durch die vier InCentive Hauptaktionäre mit Art. 30 Abs. 1 BEHG**

Gemäss Art. 30 Abs. 1 BEHG müssen bei konkurrierenden Angeboten die Inhaber von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft das Angebot frei wählen können. Vor dem Hintergrund dieser Bestimmung stellt sich die Frage der Vereinbarkeit dieses Verzichts auf das Widerrufsrecht der vier InCentive Aktionäre mit Art. 30 Abs. 1 BEHG.

## **5.3 Stellungnahmen der Parteien**

Am 28. Mai 2003 forderte der Präsident der Übernahmekommission die Parteien auf, bis am 30. Mai 2003 zu dieser Frage Stellung zu nehmen. Innert zweimal erstreckter Frist gingen die Stellungnahmen am 5. Juni 2003 bei der Übernahmekommission ein.

### **5.3.1 Stellungnahme von Centerpulse**

Centerpulse teilte der Übernahmekommission mit, dass sie nicht in die Verhandlungen über die zur Diskussion stehenden Verträge involviert gewesen sei. Zudem sei der Verwaltungsrat von Centerpulse gesetzlich verpflichtet, alle Aktionäre gleich zu behandeln und sein Verhalten am Interesse der Aktionäre auszurichten. Um sich nicht dem Vorwurf auszusetzen, im Rahmen einer Kontroverse über die Auslegung einer Rechtsfrage für oder gegen die eine Anbieterin oder die Hauptaktionärin Stellung zu beziehen, sehe man davon ab, sich zur aufgeworfenen Rechtsfrage zu äussern.

### **5.3.2 Stellungnahme von Smith & Nephew und InCentive**

Nach Ansicht von Smith & Nephew und InCentive (und deren Hauptaktionären) ist die Vereinbarung ohne weiteres mit Art. 30 Abs. 1 BEHG im speziellen und im Übrigen auch mit den andern Bestimmungen des BEHG und dessen Zwecken zu vereinbaren. Zusammengefasst begründen dies die beiden Gesellschaften im Wesentlichen wie folgt:

Das BEHG halte in Art. 30 Abs. 1 BEHG nur fest, dass die Aktionäre im Falle einer Konkurrenzofferte ein freies Wahlrecht zwischen den Angeboten bzw. ein Widerrufsrecht hinsichtlich schon angebotener Aktien im vorhergehenden Angebot haben müssten. Der Wortlaut der Bestimmung schliesse keineswegs aus, dass ein Aktionär mittels Individualvereinbarung mit einem Anbieter auf dieses Widerrufsrecht verzichte. Auf Rechte könne man grundsätzlich verzichten. Der primäre Zweck von Art. 30 Abs. 1 BEHG bestehe darin, die obligationenrechtliche Bindungswirkung aufgrund der abgegebenen Annahmeerklärung des Aktionärs im Falle eines konkurrierenden Angebots zu durchbrechen. Nach Art. 50 Abs. 2 UEV-UEK müssten die Empfänger des Angebots ihre Annahmeerklärungen bezüglich des vorhergehenden Angebots widerrufen können. Damit würden die Annahmeerklärungen von Aktionären gemäss Börsenrecht erfasst, nicht aber Rechtsgeschäfte von Aktionären, die diese ausserhalb des Börsenrechts eingegangen seien.

Weiter führen die beiden genannten Parteien aus, dass der Verzicht auf das Widerrufsrecht auch nicht dem Zweck des BEHG, dem Anlegerschutz und dem Schutz eines funktionsfähigen Kapitalmarkts, zuwiderlaufen würden. Ebenso wenig würden Überlegungen zum Individualschutz der Anleger (i.c. Schutz der Hauptaktionäre von InCentive) noch solche zum Schutz der übrigen Aktionäre von InCentive die Unverzichtbarkeit des Widerrufsrecht verlangen. Insbesondere würden die Publikumsaktionäre nicht schlechter behandelt als andere Aktionäre, die gegenüber dem Anbieter individuell auf das Widerrufsrecht verzichteten. Im vorliegenden Fall sei ja sichergestellt, dass alle InCentive Aktionäre im Falle des Zustandekommens des Angebots den höheren Angebotspreis gemäss dem Konkurrenzangebot erhalten würden.

Zu beachten sei zudem, dass es gemäss schweizerischem Übernahmerecht dem Anbieter ausdrücklich erlaubt sei, Aktien der Zielgesellschaft auch ausserhalb des Angebots zu kaufen, d.h. sich mit Aktionären individuell über den Erwerb solcher Aktien zu einigen. Solche Verträge dürften auch bedingt abgeschlossen werden. Das Gesetz (Art. 32 Abs. 4 BEHG) sehe zudem ausdrücklich vor, dass die Mehrheitsaktionäre einer Zielgesellschaft eine Kontrollprämie erhalten dürften, wenn der Verkauf vor dem öffentlichen Kaufangebot stattfinde. Damit bestehe im Kern der börsenrechtlichen Ordnung ein fundamentaler Unterschied zu allgemeinen Auktions- bzw. Versteigerungsverfahren, indem Transaktionen unter Beteiligten ausserhalb des öffentlichen Verfahrens uneingeschränkt zulässig seien. Ein Recht des Aktionärs auf eine Auktion bestehe nicht.

Schliesslich, so Smith & Nephew und InCentive, sei ein Anbieter u.U. nur bereit, ein (erstes) öffentliches Angebot zu machen, wenn sich Grossaktionäre unwiderruflich zur Veräusserung ihrer Aktien verpflichtet hätten. Eine solche Haltung des Erstanbieters sei gerechtfertigt, weil er als solcher das grösste Risiko auf sich nehme und den grössten Aufwand für das Angebot tätigen müsse. Gerade im vorliegenden Fall sei Smith & Nephew nur bereit gewesen, diese Risiken eines öffentlichen Angebots einzugehen, wenn sich die Grossaktionäre unwiderruflich zur Andienung ihrer InCentive Aktien verpflichteten. Damit sei eine Übernahmetransaktion erst ermöglicht worden, d.h. der Verzicht auf das Widerrufsrecht habe somit das Funktionieren des Unternehmenskontrollmarkts erleichtert.

### **5.3.3 Stellungnahme von Zimmer**

Zimmer hingegen ist der Ansicht, der Verzicht auf das Widerrufsrecht der vier InCentive Hauptaktionäre verstosse gegen das schweizerische Börsenrecht, und er sei deshalb für ungültig zu erklären.

Zu Begründung führt Zimmer im Wesentlichen sinngemäss aus, dass es sich beim Börsengesetz hauptsächlich um öffentliches Recht handle. Das Börsengesetz wolle Transparenz und Gleichbehandlung der Investoren und die Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte gewährleisten. Folglich diene das BEHG vor allem dem Schutz öffentlicher Interessen, namentlich dem Schutz von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr. Weiter soll damit die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und mithin ein funktionsfähiger Unternehmenskontrollmarkt sichergestellt werden, der allen Anbietern ein „level playing field“ biete. Damit werde die Effizienz des Kapitalmarkts gewährleistet, was im öffentlichen Interesse sei. Folglich sei das Widerrufsrecht im Zusammenhang mit einer konkurrierenden Offerte öffentlichrechtlicher Natur und für den Aktionär unverzichtbar.

Selbst wenn das Widerrufsrecht nach Art. 30 Abs. 1 BEHG sowohl privatrechtlicher als auch öffentlichrechtlicher Natur sein sollte (Doppelnorm), könnten Private nur insoweit darüber verfügen, als damit keine öffentlichen Interessen tangiert seien. Dies sei aber im vorliegenden Fall nicht gegeben, vielmehr würden der Verzichtbarkeit auf das Widerrufsrecht öffentliche Interessen entgegenstehen (effizienter Kapitalmarkt, wozu eben ein funktionierender Unternehmenskontrollmarkt gehöre).

Weiter führt Zimmer aus, dass ein richtig regulierter Unternehmenskontrollmarkt sicher stelle, dass die Aktionäre einer Gesellschaft ihre Titel demjenigen Anbieter verkaufen könnten, der ihnen den grössten wirtschaftlichen Gegenwert für die Aktien biete. Alles, was einen konkurrierenden Anbieter am Eintritt in diesen Markt hindere, beraube die Aktionäre der Zielgesellschaft der Möglichkeit, den grösstmöglichen Gegenwert für ihre Aktien zu erhalten. Mit dem InCentive Tender Agreement habe Smith & Nephew die durch InCentive gehaltenen 19% an Centerpulse gewissermassen blockiert, womit eine Übernahme durch einen konkurrierenden Anbieter erschwert werde, die den Aktionären der Zielgesellschaft letztlich einen höheren Gegenwert als der Erstanbieter verschaffen würde. Das InCentive Tender Agreement mache Centerpulse aus Sicht eines konkurrierenden An-

bieters weniger attraktiv, da dieser damit rechnen müsse, dass trotz einer erfolgreichen Übernahme der Stimmenmehrheit ein grosser Minderheitsaktionär bei Centerpulse verbleibe, auf den künftig Rücksicht genommen werden müsse.

Zudem, so Zimmer, wären die Minderheitsaktionäre von InCentive um ihr Wahlrecht gebracht, welche Gegenleistung sie für ihre InCentive Aktien erhalten würden, falls Smith & Nephew das InCentive Angebot zustande kommen lassen sollte. In einem solchen Fall würden Sie nämlich Aktien von Smith & Nephew für ihre Titel erhalten und so um die Möglichkeit gebracht, Zimmer Aktien anzunehmen und von den sich in der Zukunft bietenden Chancen des Zusammengehens von Centerpulse und Zimmer zu profitieren.

#### **5.4 Unzulässigkeit des Verzichts auf Widerrufsmöglichkeit angedienter Aktien bei Vorliegen einer Konkurrenzofferte**

**5.4.1** Beim Börsengesetz handelt es sich vorwiegend um Wirtschaftsverwaltungsrecht, d.h. um öffentliches Recht. Das Börsengesetz enthält teilweise sog. Doppelnormen (bspw. Art. 11 BEHG), d.h. Bestimmungen, die gleichzeitig sowohl privaten als auch öffentlichen Interessen dienen (Ulrich Häfelin/Georg Müller, Allg. Verwaltungsrecht, 4. Auflage, Zürich 2002, N 268 f.; zu den Abgrenzungskriterien zwischen öffentlichem Recht und Privatrecht im Einzelnen, vgl. N 250-266). Bei einzelnen Normen handelt es sich um rein privatrechtliche Bestimmungen (bspw. Art. 33 BEHG über die Kraftloserklärung). Das Gesetz enthält aber auch strafrechtliche Bestimmungen.

Hauptzweck des Börsengesetzes ist der Anlegerschutz, auch wenn dies aus Art. 1 BEHG (Zweckartikel) nicht explizit hervorgeht (vgl. Watter Rolf im BS-Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht, Basel 1999, N 9 zu Art. 1 BEHG; Zobl Dieter im Kommentar zum BEHG, Zürich 2000, N 12 f. zu Art. 1 BEHG). Weitere Zwecke sind der Funktionsschutz, d.h. der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts.

Die Regeln über die öffentlichen Kaufangebote (Art. 22 ff. BEHG) sollten marktneutral sein, d.h. der Gesetzgeber beabsichtigte weder die Förderung noch die Verhinderung von öffentlichen Kaufangeboten (Tschäni Rudolf, M&A Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, S. 334). Die Aktionäre einer Zielgesellschaft sollen in sachkundiger Weise über die Annahme eines Angebots entscheiden können. Die Grundprinzipien bei öffentlichen Kaufangeboten sind die Gebote der Transparenz, der Lauterkeit sowie der Grundsatz der Gleichbehandlung der Anleger (Art. 1 UEV-UEK).

**5.4.2** Gemäss Art. 30 Abs. 1 BEHG müssen bei konkurrierenden Angeboten alle Inhaber von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft das Angebot frei wählen können. Die Aktionäre sollen also in der Lage sein, die beiden Angebote miteinander zu vergleichen und sich für das eine oder andere zu entscheiden. Gestützt auf Art. 30 Abs. 2 BEHG hat der Verordnungsgeber in Art. 47 Abs. 3 UEV-UEK als Grundsatz (vgl. Titel des Art. 47) festgehalten, dass die Empfänger bei konkurrierenden Angeboten zwischen den verschiedenen Angeboten frei wählen können müssen, ungeachtet der Reihenfolge, in der die Angebote veröffentlicht werden. Damit diejenigen Aktionäre, die ein erstes (bzw. vorhergehendes) Angebot bereits angenommen haben, ihr freies Wahlrecht ausüben können, erlaubt ihnen Art. 50 Abs. 2 UEV-UEK bei Vorliegen einer Konkurrenzofferte, entgegen den allgemeinen vertragsrechtlichen Grundsätzen die Annahmeerklärung zu widerrufen. Art. 30 Abs. 1 BEHG i.V.m. Art. 50 Abs. 2 UEV-UEK dient folglich zunächst den *privaten Interessen* eines jeden Anlegers, im Falle einer Konkurrenzofferte die bereits abgegebene Annahmeerklärung widerrufen zu dürfen.

**5.4.3** Der Aktionär, dem ein Anbieter eine (erste) öffentliche Offerte unterbreitet, hat die Wahl, diese Offerte anzunehmen und somit seine Aktien zu verkaufen. Sobald jedoch ein zweiter Anbieter

ein konkurrierendes Angebot unterbreitet, findet sich der Aktionär unmittelbar in der Position des Verkäufers in einer Auktion um seine Aktien wieder. Dem zunächst vom Erstanbieter offerierte Preis steht nunmehr als Alternative die Gegenleistung des konkurrierenden Anbieters gegenüber. Dessen Angebot kann grundsätzlich seinerseits durch den Erstanbieter oder einen zusätzlichen Drittanbieter überboten werden etc., solange dies die zeitlichen Schranken der Art. 49 ff. UEV-UEK zulassen.

Somit kann festgehalten werden, dass Art. 30 Abs. 1 BEHG i.V.m. mit Art. 49, 50 und 51 UEV-UEK für den Fall einer Konkurrenzofferte ein Steigerungsverfahren vorsehen. In diesem sollen sich die Vorzüge des unmittelbaren Wettbewerbs verschiedener Bieter zugunsten aller Aktionäre auswirken können, was im *öffentlichen Interesse* liegt. Dieses öffentliche Interesse schränkt den Raum von Vereinbarungen unter Privaten insoweit ein, als damit der unverfälschte Ablauf des Steigerungsverfahrens tangiert wird. Folglich sind Vereinbarungen zwischen am Verfahren Beteiligten unzulässig, die auf den Steigerungserfolg einwirken (vgl. zur Versteigerung nach Art. 230 ff., Russ Thomas Reto im BS-Kommentar zum OR, Basel 1996, N. 2 zu Art. 230 OR). Die zwischen Smith & Nephew und den Hauptaktionären getroffene Vereinbarung, wonach es den Hauptaktionären untersagt ist, ohne Zustimmung von Smith & Nephew eine Konkurrenzofferte anzunehmen, behindert aber gerade einen freien Steigerungswettbewerb zwischen verschiedenen Anbietern, indem sie ein massgebendes Aktienpaket an Centerpulse, des eigentlichen „Targets“ der Übernahmeofferten, bei einer Bieterin blockiert.

Die Vertragsfreiheit der Privaten ist somit durch Art. 30 Abs. 1 BEHG eingeschränkt. Die vier Hauptaktionäre von InCentive konnten somit nicht auf das freie Wahlrecht im Falle eines konkurrierenden Angebots verzichten.

**5.5** Wie bereits erwähnt, führen sowohl Smith & Nephew als auch InCentive (und die vier Hauptaktionäre) betreffend die Zulässigkeit des Verzichts auf das Widerrufsrecht an, dass das Börsengesetz ohne weiteres den Verkauf der InCentive Aktien durch die vier Hauptaktionäre zulassen würde. Folglich müsse auch das unwiderrufliche Andienen der Aktien erlaubt sein. Diese Argumentation übersieht ein entscheidendes Abgrenzungskriterium bei der Beurteilung der Zulässigkeit von Transaktionen im Zusammenhang mit einem öffentlichen Kaufangebot.

Grundsätzlich ist der Verkauf von Aktien der Zielgesellschaft durch einen Aktionär an einen Anbieter sowohl vor als auch während eines Angebots ohne weiteres erlaubt. Zu beachten ist allerdings insbesondere die Bestimmung des Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK. Der zur Diskussion stehende Passus des InCentive Tender Agreements betrifft aber nicht einfach eine Veräusserung der InCentive Aktien durch die Hauptaktionäre, sondern die Aktionäre dienen ihre Titel in das Angebot hinein an, wobei sich Smith & Nephew aber die Freiheit einräumen will, je nach Situation im Falle eines konkurrierenden Angebots die InCentive Aktien (und damit 19% an Centerpulse) definitiv zu erwerben. Somit liegt nicht einfach ein unwiderruflicher Verkauf von Aktien vor, sondern eine Vereinbarung, die an das öffentliche Übernahmeangebot geknüpft ist. Folglich handelt es sich eben nicht um eine Transaktion ausserhalb, sondern innerhalb des Angebots, die den börsengesetzlichen Vorschriften unterstehen. Der Einwand, Smith & Nephew habe im vorliegenden Fall das Risiko eines öffentlichen Kaufangebots nur eingehen wollen, wenn sich die vier InCentive Hauptaktionäre unwiderruflich zur Andienung ihrer Titel verpflichteten, geht an der Sache vorbei. Die Ausgestaltung des Widerrufsrechts zeigt, dass es Smith & Nephew nicht darum ging, das Risiko eines öffentlichen Kaufangebots einzugehen, wenn man sicher war, auf jeden Fall über die InCentive 19% an Centerpulse zu halten. Hierfür hätte Smith & Nephew ja ohne weiteres die Aktien schon vor dem Angebot unwiderruflich kaufen können. Offensichtlich wollte man dieses Risiko nicht eingehen, aber dennoch mittels dem Verzicht auf das Widerrufsrecht einen potentiellen Konkurrenten abschrecken. Dieser „chilling effect“ bzw. diese „poison pill“ hält tendenziell einen potentiellen Offerenten da-

von ab, ein höheres Angebot zu unterbreiten und wirkt sich auf den Steigerungserfolg aus, was letztlich weder im Interesse der Aktionäre von Centerpulse noch derjenigen von InCentive ist.

## **6. Zeitplan**

Die Übernahmekommission hat heute zum Zeitplan der konkurrierenden Angebote von Smith & Nephew und Zimmer auf Centerpulse und InCentive eine separate Empfehlung erlassen.

## **7. Publikation**

Die vorliegende Empfehlung wird in Anwendung von Art. 23 Abs. 3 BEHG nach ihrer Zustellung an die Parteien am 11. Juni 2003 auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.

## **8. Gebühr**

Die Gebühr zu Lasten von Zimmer wird zu einem späteren Zeitpunkt festgesetzt werden.

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

1. Die folgenden Bedingungen, an die das Angebot der Zimmer Holdings Inc. für sämtliche sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der InCentive Capital AG gemäss am 20. Mai 2003 veröffentlichter Voranmeldung geknüpft werden soll, sind zulässig:
  - Bedingungen a), e), f), g), h) und i).
2. Die Bedingungen b), c) und d) sind nicht zulässig.
3. Ein Vorbehalt zur Reduktion des Angebotspreises im Sinne von Art. 9 Abs. 2 lit. a UEV-UEK im Angebot von Zimmer Holdings Inc. ist nur ausnahmsweise im Sinne der Erwägungen 3.2 dieser Empfehlung zulässig.
4. Im Übrigen wird festgestellt, dass die Voranmeldung von Zimmer Holdings, Inc. dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel entspricht und ihre rechtlichen Wirkungen, soweit in dieser Empfehlung nicht eingeschränkt, am 20. Mai 2003 entfaltete.
5. Die vier Hauptaktionäre von InCentive, die Zürich-Versicherungsgesellschaft, die III Institutional Investors International Corp., Herrn René Braginsky und die „Familie Hans Kaiser“ (bestehend aus Herrn Hans Kaiser sowie Frau Franca Schmidlin-Kaiser und Frau Marianne Kaiser) haben ungeachtet der Vereinbarungen gemäss dem InCentive Tender Agreement vom 20. März 2003 im Falle einer konkurrierenden Offerte auf Centerpulse und/oder InCentive die freie Wahl, ein konkurrierendes Angebot anzunehmen.
6. Smith & Nephew Group plc. ist es untersagt, ihr öffentliches Übernahmeangebot auf InCentive vom 25. April 2003 bis zum Ablauf der Angebotsfrist zurückzuziehen.
7. Diese Empfehlung wird am 11. Juni 2003 auf der Website der Übernahmekommission veröffentlicht.
8. Die Gebühr zu Lasten von Zimmer Holdings Inc. wird zu einem späteren Zeitpunkt festgelegt.

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 Bankenkommision zur Eröffnung eines Verwaltungsverfahrens.

Mitteilung an:

- Smith & Nephew Group plc.
- Zimmer Holdings, Inc.
- Centerpulse AG
- InCentive Capital AG (allen vier Parteien je durch ihre Vertreter)
- die EBK.