



universität
wien

DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

Möglichkeiten zur Verhinderung eines Pflichtangebots
gem § 22 ÜbG

Verfasser

Hubertus Seilern-Aspang

angestrebter akademischer Grad

Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften
(Mag. rer. soc. oec.)

Wien, im September 2010

Studienkennzahl lt. Studienblatt: A 157

Studienrichtung lt. Studienblatt: Internationale Betriebswirtschaft

Betreuer: o. Univ.-Prof DDr Arthur WEILINGER

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit an Eides statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Diese Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Erklärung an keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Wien, Juli 2010

Hubertus Seilern-Aspang

HUBERTUS SEILERN-ASPANG

PERSÖNLICHES



Nationalität: Österreich
Email: hubiseilern@hotmail.com
Tel.: 0699/19057143
Geboren: 20. Oktober 1983

AUSBILDUNG

Seit Mrz 2006 Universität Wien; Rechtswissenschaften, Abschluss erwartet Juni 2010
Leistungsstipendium
Université Catholique de Lyon (Sept 2009 – Jan 2010)
Erasmus WS 2009: Lyon, Frankreich

Seit Okt 2004 Universität Wien; Betriebswirtschaft, Abschluss erwartet April 2010
Vertiefung: Corporate Finance, Externe Unternehmensrechnung

Okt 2003-Mai 2004 Wehrdienst, Panzergrenadiere Weitra

1994-2003 Werkschulheim Felbertal, Ebenau, Salzburg
Matura und Gesellenbrief (Tischlerei)

BERUFSERFAHRUNG

Jul 2008 Rechtsanwaltskanzlei CHSH Wien, Österreich
Banking und Corporate Finance
Prospekterstellung, Due Diligence, Transaktionsstrukturierung

Jul-Aug 2007 Österreichische Mission bei den Vereinten Nationen New York, USA
Politik und Völkerrecht
Mitarbeit bei der Rule of Law Initiative

Feb 2006 Heubach Colors Ankleschwar, Indien
Accounting und Finance
Transferpricing, Resourceneffizienz

Okt 2005-Jul 2006 Do&Co Hotel Wien, Österreich
Teamleitung, Mitorganisation von Events
Teilzeittätigkeit während des Studiums

Jul 2005 Heubach Ltd Pennsylvania, USA
Supply Chain Management und Marketing
Praxiserfahrung mit US-GAAP

SPRACHEN UND INTERESSEN

Sprachen Englisch: fließend (IELTS 7)
Französisch: fortgeschritten (DELF B2)
Spanisch: Grundkenntnisse

EDV-Kenntnisse MS Office (insbesondere Excel)

Interessen Sport: Rugby (Vizestaatsmeister), Schifahren, Wasserschi, Golf, Tennis
Reisen
Lesen
Soziales: Kranken- und Behindertenbetreuung, Nachhilfe

Abstract

The takeover-law has been a controversially debated topic in Austria and the EU in recent years. Austria has been an early adopter of a takeover legislation as they introduced such a scheme for takeovers in 1998. It was fundamentally reformed due to the implementation of the takeover-directive in 2006. The key provision of the law is the mandatory bid. It gives equity holders the right to withdraw, if there was an initial attainment of control or a change of control.

The purpose of the mandatory bid is the protection of minority shareholders. After the change of control, the target company is often incorporated as a new subsidiary in the group of the acquirer. In this regard, the company's goals can be redefined, the nature and purpose of the business may be modified and above all, many times, the company is exploited for purposes of the new main shareholder.

Unfortunately, it is still possible to circumvent the new Austrian takeover law even four years after its introduction. Despite constant criticism from teaching and practice, the rigid control threshold of 30% has endured. Many studies clearly showed, that due to the low presence in the general meetings, control is possible far below this threshold. In the light of its special features and its smallness, the Viennese stock exchange is simply not suitable for such a scheme. Besides the lack of a trading mentality of small investors, foreign funds, mainly U.S. pension funds, often keep minority interests in domestic enterprises. The latter have hardly any interest in exercising their voting rights; rather they are interested in safe dividends. Thus, the core shareholders most often keep a participation of 25% - a typical Austrian phenomenon.

The "secured blocking minority", as often called, is according to *Winner* "complete nonsense" and in reality more of a fiction than a legal concept, since the blocking minority is defined as 25% plus one share. Furthermore the 25% only apply if 100% of investors are present at the shareholders' meeting, since the majority of votes is determined by the votes of those in attendance. Normally, in Austria only approximately 11% of the free float turns up, and therefore the "blocking minority" on the contrary is a secure majority and in some cases even a qualified majority.

If the legislature does not, manage to do so perhaps the revision of the directive in 2011 may bring change and improvement. The cut of the threshold, the reintroduction of the con-

cept of substantive control or the suspension of control-causing shares are possible approaches, which would lead to an improvement of minority protection and an increase in attractiveness of the stock exchange of Austria.

In addition to this shortcoming, there are still other ways to circumvent the rules to protect the minority shareholders. On the one hand there is the possibility to avoid a mandatory bid by reducing the voting power either by introducing a “Höchststimmrecht” or issuing preferred stock. Although the non-voting shares do not enable direct influence, the major shareholder can increase his relative voting power by reducing dissenting votes. In the event of a reduction of the threshold, such structures would be much more attractive than they currently are.

On the other hand, a mandatory offer is often required despite the 30% threshold has been reached, due to an extensive catalog of exceptions. Many of these exceptions are justified and contribute to legal certainty, but some require a restrictive interpretation or an amendment by the legislature.

Other shortcomings are the administrative criminal law penalties, which arise if no offer is laid or false claims are made. In relation to the controversy and importance of the takeover law, the new rules are virtually toothless. The administrative penalties are an important addition to civil penalties but due to their low level not particularly effective.

Given the forthcoming revision of the directive in 2011, the future of the Austrian and European takeover law is uncertain. It remains to be seen whether it will lead to what further amendments will be made by the government and whether these steps will result in further harmonization. Will there be a European capital market supervision; a pendant to the SEC? First attempts in this direction failed so far.

One thing is for sure: The takeover law will remain a hot topic.

Inhaltsverzeichnis

1.	Problemstellung	1
2.	Definitionen des ÜbG.....	4
2.1.	Öffentliche Angebote	4
2.2.	Zielgesellschaft	6
2.3.	Bieter	6
2.4.	Beteiligungspapiere	6
2.5.	Gemeinsam vorgehende Rechtsträger	7
3.	Geltungsbereich des ÜbG.....	10
3.1.	Vollanwendungsbereich	10
3.1.1.	Sitz im Inland	10
3.1.2.	Zulassung an einem geregelten Markt	10
3.1.3.	Der Erwerb eigener Aktien durch die Zielgesellschaft	11
3.1.4.	Verhältnis zu anderen Erwerbstechniken	12
3.2.	Teilanwendungsbereich	13
4.	Rechtslage im europäischen Vergleich.....	14
4.1.	Vorgaben der Übernahme-Richtlinie	14
4.2.	Umsetzung	15
5.	Die Unzulänglichkeit des Pflichtangebots	20
5.1.	Kontrollbegriff	20
5.1.1.	Allgemeines	20
5.1.2.	Entstehungsgeschichte	20
5.1.3.	Unmittelbare Kontrolle	22
5.1.4.	Mittelbare Kontrolle	24
5.1.5.	Zurechnung und Hinzurechnung	26

5.1.6. Kontrollschwelle des ÜbRÄG 2006	27
5.1.7. Kritik am Kontrollbegriff	29
5.2. Auslösetatbestände	38
5.2.1. Kontrollerlangung	38
5.2.1.1. Begriff	38
5.2.1.2. Kontrollerlangung in der Gruppe	39
5.2.1.3. Passive Kontrollerlangung	41
5.2.2. Umwandlungen (Verschmelzung, Spaltung)	42
5.2.2.1. Allgemeines	42
5.2.2.2. Die Bedeutung der Zustimmung in der HV	43
5.2.2.3. Einfluss des formellen Kontrollbegriffs	46
5.2.3. Creeping-in	47
5.2.4. Sanktionen bei Unterlassen eines Pflichtangebots.....	49
5.2.4.1. Ruhens des Stimmrecht.....	49
5.2.4.2. Anspruch auf ein Pflichtangebot.....	50
5.2.4.3. Nachprüfungsverfahren.....	50
5.2.4.4. Verwaltungsstrafrecht.....	50
5.3. Zwischenergebnis Pflichtangebot	51
6. Verhinderung durch Stimmrechtsbeschränkung	53
6.1. Vorzugsaktien	53
6.1.1. Wesen	53
6.1.2. Schaffung	54
6.1.3. Umwandlung	55
6.1.4. Rechtsvergleich dAktG und öAktG	56
6.2. Höchststimmrecht	56
6.2.1. Wesen	56

6.2.2. Anwendungsbereich	58
6.2.3. Ausgestaltung	58
6.2.4. Wirkung	60
6.2.5. Nachträgliche Beseitigung	60
6.2.6. Rechtsvergleich dAktG und öAktG	61
6.3. Mehrstimmrechte	61
6.4. Auswirkung im Übernahmerecht	62
6.5. Zwischenergebnis Stimmrechtsbeschränkungen	66
7. Gesetzliche Ausnahmen	67
7.1. Ausnahmen nach § 24 ÜbG	67
7.1.1. Grundlagen	67
7.1.1.1. Historische Entwicklung	67
7.1.1.2. Allgemeines	68
7.1.2. Fehlen eines beherrschenden Einflusses (Abs 2)	70
7.1.2.1. Majorisierung durch Drittaktionär (Z 1)	70
7.1.2.2. Majorisierung durch sonstige HV-Präsenz (Z 2)	70
7.1.2.3. Beschränkung durch Höchststimmrecht (Z 3)	71
7.1.3. Nicht eingetretener Kontrollwechsel (Abs 3)	73
7.1.3.1. Umstrukturierung innerhalb von Konzernen und kontrollierenden Gruppen (Z 1 und 2)	74
7.1.3.2. Personenwährende Übertragung auf Privatstiftungen (Z 3)	75
7.1.3.3. Gruppenbildung und Auflösung (Z 4)	76
7.2. Anzeigepflicht bei kontrollierender Beteiligung nach § 25 ÜbG	77
7.2.1. Mittelbarer Kontrollerwerb (Z 1)	78
7.2.2. Sanierungsprivileg und Forderungsbesicherung (Z 2)	79
7.2.2.1. Sanierungsprivileg	79

7.2.2.2. Forderungsbesicherung	86
7.2.3. Unbeabsichtigter oder vorübergehender Kontrollwechsel (Z 3)	89
7.2.4. Schenkung, Erbgang, Scheidung (Z 4)	90
7.2.5. Mittelbare Übertragung an Angehörige (Z 5)	91
7.2.6. Squeeze-out statt Pflichtangebot (Z 6)	92
8. Fazit und Ausblick.....	93
Abkürzungsverzeichnis	95
Literaturverzeichnis	100
Entscheidungsliste	104

1. Problemstellung

Die Übernahmekommission fordert eine Novelle des Übernahmegesetztes. Es geht ihr va um eine Absenkung der derzeitigen 30-Prozent-Schwelle, ab der ein Aktionär den restlichen Aktionären ein Pflichtangebot legen muss. Die Kommission erachtet dies als viel zu hoch und verlangt eine deutliche Senkung auf bis zu 20 Prozent.¹

Das Übernahmerecht ist ein in den letzten Jahren viel diskutiertes und brisantes Thema in Österreich und der EU. Österreich hat schon früh, 1998, eine Regelung für Unternehmensübernahmen getroffen; diese wurde im Zuge der Umsetzung der ÜbRL 2006 grundlegend reformiert. Die zentrale Bestimmung des Gesetzes ist jene über das Pflichtangebot, das Inhabern von Beteiligungspapieren nach erstmaliger Kontrollerlangung oder bei einem Kontrollwechsel ein Austrittsrecht gewährt. Dazu normiert der Gesetzgeber, zum Zwecke der Gleichbehandlung, ein geordnetes Angebotsverfahren, um die kapitalmarktypische Situation des Wissens- und Gestaltungsvorsprungs eines oder weniger Marktteilnehmer im Verhältnis zur Vielzahl der Marktgegenseite zu bewältigen.²

Der Sinn des Pflichtangebots ist der Schutz der Minderheitsaktionäre. Nach dem Wechsel des Kontrollaktionärs oder nach der Kontrollerlangung eines Aktionärs oder einer Gruppe, wird die Zielgesellschaft häufig als neue Tochtergesellschaft in den Konzern des Erwerbers eingegliedert. Im Zusammenhang damit können Unternehmensziele neu definiert, der Unternehmensgegenstand kann geändert und vor allem wird vielfach das Unternehmen für übergeordnete Interessen des neuen Hauptaktionärs ausgenützt.³

Die Festsetzung des „archimedischen Punkts“ des Konzerneingangs ist in Österreich von großer Bedeutung, weil ein kodifiziertes Konzernrecht wie in Deutschland gem §§ 291 ff dAktG fehlt. Diese Regelung ist mE angesichts des vermehrten Bedarfs an Corporate Governance und Transparenz in Österreich essentiell und hat auf jeden Fall zu einer erhöhten Attraktivität des Börsestandortes Wien geführt. Bedauerlicherweise ist der Minderheitenschutz bei derzeitiger Rechtslage nicht gegeben, da oft trotz Unterschreitens der Kontrollschwelle von 30% der ständig stimmberechtigten Aktien, die tatsächliche Kontrolle über die Gesellschaft wechselt.⁴

Ein weiteres Ziel dieses Gesetzes sollte es sein, die Eigenkapitalaufbringung für österrei-

¹ „Schon mit 25 Prozent hat man Kontrolle“, Die Presse, Finanzen vom 17.06.2010.

² Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht – ein Gesamtüberblick² (2006) Rz 8 ff.

³ Vgl *Zollner*, Kontrollwechsel und Kontrollerlangung im Übernahmegesetz (2002) 131 ff.

⁴ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 12.

chische Unternehmen zu erleichtern und somit die Attraktivität des Kapitalmarkts für Private und institutionelle Investoren zu erhöhen. Aber alleine mit inländischen Anlegern sind Platzierungen am österreichischen Kapitalmarkt nicht realisierbar, erkennbar dadurch, dass die Mehrheit des Streubesitzes einer Reihe großer heimischer börsennotierter AG in der Hand von ausländischen institutionellen Anlegern, v.a. großen Pensionskassen und Investmentfonds, liegt. Gerade ein kleiner Börsestandort wie der österreichische muss umso mehr einen funktionierenden und den internationalen Standards entsprechenden Kapitalmarkt bieten, um attraktiv für anlagesuchendes Kapital zu sein. Ziel der Regierung ist es, trotz des hohen ausländischen Kapitalanteils, die industrielle Führung weiterhin in Österreich zu belassen. Dies ist praktisch nur durch die Stärkung der österreichischen Kernaktionärsstrukturen möglich.⁵

Diese Arbeit beleuchtet die Möglichkeit zur Verhinderung eines Pflichtangebots von drei Seiten.

Im ersten Teil wird auf die Unzulänglichkeit des Gesetzes, Pflichtangebote in den Fällen anzurufen, in denen Kontrolle faktisch ausgeübt werden kann, eingegangen. Hierzu wird die historische Entwicklung von einem materiellen zu einem formellen Kontrollbegriff und dessen Auswirkungen näher beleuchtet. Weiters wird gezeigt, dass es infolge dieser Änderung trotz faktischer Beherrschung eines Unternehmens oft nicht zu einer Angebotspflicht kommt.

Im zweiten Teil werden, unabhängig von der erwähnten Reformbedürftigkeit des geltenden Rechts, die Umgehungsmöglichkeiten behandelt. Hier wird im speziellen auf Höchststimmrecht und Vorzugsaktien eingegangen, die es ermöglichen, die Beteiligung ungehindert auszubauen, da einerseits auf ständig stimmberechtigte Anteile und andererseits nicht mehr auf materielle Kriterien abgestellt wird.

Den abschließenden Teil bilden die umfangreichen gesetzlichen Ausnahmen der §§ 24 und 25 ÜbG⁶, die angesichts der bereits erörterten anderen Möglichkeiten zur Verhinderung eines Pflichtangebots teilweise überschießend erscheinen.

In vielen Bereichen bestehen Gesetzeslücken, die wiederum zu Auslegungsschwierigkeiten und Unsicherheit führen. Die durch die geschaffene „safe harbour“-Regel, erhöhte Planungssicherheit geht auf Kosten der Transparenz und der Einzelfallgerechtigkeit. Das Gesetz verfehlt daher m.E. seine Ziele und ist in wichtigen Bereichen zahnlos. Außerdem wird das eigentliche Ziel der Angebotspflicht, den Minderheitenschutz durch Gewährung eines Austritts-

⁵ Winner, Die Pflichten der Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme – Eine Untersuchung nach dem Übernahmegesetz (2001) 22.

⁶ Übernahmegesetz, BGBl I 127/1998 idF BGBl I 71/2009.

rechts im Falle eines Kontrollwechsels sowie einer erstmaligen Kontrollerlangung eines Akti-
onärs oder einer Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger zu gewährleisten, mit der der-
zeitigen Regelung nicht erreicht.

2. Definitionen

§ 22 Abs 1 ÜbG: „Wer eine unmittelbare oder mittelbare kontrollierende Beteiligung an einer Zielgesellschaft erlangt, muss dies der Übernahmekommission unverzüglich mitteilen und innerhalb von 20 Börsetagen ab Kontrollerlangung ein den Bestimmungen dieses Bundesgesetzes entsprechendes Angebot für alle Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft anzeigen.“

Abs 2: „Eine unmittelbare kontrollierende Beteiligung ist eine unmittelbare Beteiligung an einer Zielgesellschaft, die mehr als 30 vom Hundert der auf die ständig stimmberechtigten Aktien entfallenden Stimmrechte vermittelt.“

2.1. Öffentliche Angebote

Öffentliche Angebote iSd § 1 Z 1 ÜbG sind solche, die an Inhaber von Beteiligungspapieren einer AG zum Erwerb eines Teils oder aller Beteiligungspapiere gegen Barzahlung oder im Austausch gegen andere Wertpapiere gerichtet sind.⁷

Den Mat⁸ zur Folge ist der Auslegung der Angebotsbegriff der Rechtsgeschäftslehre zu grunde zu legen. Weder das ÜbG noch die ÜbRL⁹ definieren den Begriff „öffentlich“. Es wird lediglich in den EB RV¹⁰ auf ein bewegliches System von im Ausland vielfach beachteten acht Kriterien¹¹ verwiesen, die auf die Praxis der US-amerikanischen „Security and Exchange Commission“ (SEC) zurückgehen. Die Merkmale des sog „Wellman-Test“¹², müssen nicht kumulativ vorliegen; es kommt vielmehr auf die *Gewichtung* der einzelnen Systemkomponenten an.

Nach *Huber/Alischer* wird die abschließende Definition dieses Begriffs bewusst vermieden, um keine Umgehungsgefahr zu erzeugen. Die beiden Autoren gehen davon aus, dass wohl der Öffentlichkeitsbegriff des ÜbG mit jenem des § 1 Abs 1 Z 1 KMG¹³ übereinstimmt.¹⁴ Eine

⁷ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 21.

⁸ EB RV 1276 BlgNR 20. GP 23.

⁹ Übernahme-Richtlinie, 2004/25/EG, ABl L 2004/142, 12.

¹⁰ EB RV 1276 BlgNR 20. GP 23.

¹¹ Geht ein Bieter mit seinem Angebot auf eine Vielzahl von Aktionären zu?

Handelt es sich um ein planmäßiges Vorgehen mit dem Ziel, ein größeres Aktienpaket zu erwerben?

Wird der für den Verkauf sonst erzielbare Marktpreis, insb der Börsenkurs, überschritten?

Handelt es sich um ein einseitig formuliertes, verbindliches Offert oder werden die Bedingungen von Fall zu Fall ausgehandelt?

Ist das Angebot mit bei Übernahmeangeboten typischen Bedingungen verbunden, zB mit einer Rücktrittsmöglichkeit, wenn die Annahmeerklärung einen Mindestprozentsatz am Grundkapital nicht erreicht?

Liegt eine zeitliche Befristung für das Angebot vor?

Besteht in wirtschaftlicher Betrachtungsweise ein Verkaufsdruck?

Gibt es öffentliche Aufkündigungen im Zusammenhang mit dem Vorgehen des Bieters?

¹² Vgl Wellman, Treatise on the Law of Securities Regulation II (1995) 284 f.

¹³ Kapitalmarktggesetz, BGBl I 625/1991 idF BGBl I 69/2008.

¹⁴ Vgl Huber/Alischer in Huber (Hrsg), Übernahmegesetz – Kommentar (2007) § 1 Rz 13.

solche Definition wäre aber durchaus hilfreich, da es dazu noch keine Entscheidungspraxis gibt und die Qualifikation in der Lit¹⁵ str ist.

Öffentliche Angebote lassen sich in

- Angebote als Mittel zum Kontrollerwerb („public tender offers“ oder auch Übernahmeangebote)
- Angebote als vom ÜbG angeordnete Rechtsfolge des Kontrollerlangens („mandatory bids“ oder auch Pflichtangebote) unterteilen.¹⁶

Aus der Systematik des ÜbG lassen sich in dessen Vollanwendungsbereich anhand der verschiedenen Kriterien (Freiwilligkeit, Kontrollerlangungsabsicht und Kontrolle) drei Typen von Angeboten unterscheiden: Freiwillige öffentliche Angebote¹⁷, Freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung¹⁸ und Pflichtangebote auf die später¹⁹ genauer eingegangen wird.²⁰

Das freiwillige Angebot weist im Gegensatz zu Übernahme- und Pflichtangebot *keinen Kontrollbezug* auf. Ein solches Angebot stellt bloß auf den Erwerb von Anteilen ab und ist somit weder Rechtsfolge noch Mittel zur Kontrollerlangung oder Herbeiführung eines Kontrollwechsels. Vielmehr wird es zumeist von bereits bestehenden Kontrollaktionären genutzt um ein Delisting²¹ der Zielgesellschaft herbeizuführen. Einen weiteren Einsatzbereich stellt der Erwerb eigener Aktien dar. Abgesehen von diesen Hauptanwendungsfällen kann ein freiwilliges Angebot nur dann vorliegen, wenn es entweder als Teilangebot ausgestaltet ist oder nur auf den Erwerb von nicht ständig stimmberechtigten Beteiligungspapieren abzielt. Der Hauptunterschied zu den anderen beiden Angebotsformen (Übernahmeangebot und Pflichtangebot) ist, dass der Bieter bei der Festsetzung des Angebotspreises keiner gesetzlichen Preisregelung unterworfen ist.²²

¹⁵ Holoubek/Kalss, Schnittstellen des privaten und öffentlichen Wirtschaftsrechts, ÖZW 2000, 92; Winner, Zielgesellschaft 53 ff; Winner/Gall, Ein Jahr Übernahmegergesetz – Die ersten Entscheidungen, wbl 2000, 3; Angerer in Geibel/Süßmann, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegergesetz (2002) § 1 Rz 13-15; Baum, „Öffentlichkeit“ eines Erwerbsangebots als Anwendungsvoraussetzung des Übernahmerechts, AG 2003, 144.

¹⁶ Vgl Driegger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 14.

¹⁷ Genauer Huber/Alschner in Huber, ÜbG, § 1 Rz 28.

¹⁸ Genauer Bydlinski/Winner, Das neue Übernahmegergesetz, ÖBA 1998, 914; Huber/Alschner in Huber, ÜbG, § 1 Rz 10.

¹⁹ S u Kapitel 4.

²⁰ Vgl Huber/Alschner in Huber, ÜbG, § 1 Rz 8.

²¹ Die Beendigung der Börsennotierung (Huber/Alschner in Huber, ÜbG, § 2 Rz 16).

²² Vgl Driegger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 110.

2.2. Zielgesellschaft

§ 1 Z 2 ÜbG definiert den Begriff „Zielgesellschaft“ als eine AG, deren Beteiligungspapiere Gegenstand eines Angebots sind. *Huber/Alischer* empfinden diesen Begriff als *zu eng* ausgelegt, da sich auch Bestimmungen im ÜbG finden, die sich auf einen Zeitraum *vor* Anbotstellungen beziehen. Aus diesem Grund ist darunter auch eine AG zu subsumieren, die eine solche beabsichtigt oder zu einer solchen Anbotstellungen verpflichtet ist.

Zielgesellschaft ist immer nur jene AG, deren Beteiligungspapiere Gegenstand eines Angebots sind oder sein sollen. *Verbundene* Konzernunternehmen sind vom Zielgesellschaftsbegriff *nicht* erfasst. Im Bedarfsfall werden diese explizit vom Gesetz zusätzlich angeführt, wie zB in § 1 Z 4 ÜbG.²³

2.3. Bieter

Bieter ist gem § 1 Z 3 ÜbG jede natürliche oder juristische Person und jede Personengesellschaft, die ein Angebot stellt, beabsichtigt, ein solches zu stellen, oder dazu verpflichtet ist. Der Bieterbegriff umfasst *sämtliche* in- und ausländische juristische Personen sowie insb österreichische Privatstiftungen und ausländische Stiftungen.²⁴ Der Bieter muss rechtsfähig sein, daraus ergibt sich, dass auch OG und KG erfasst sind.

Bei Auslandsbezug ist die Rechtsfähigkeit nach dem Personalstatut zu beurteilen.²⁵ Dagegen gelten GesbR aufgrund mangelnder Rechtsfähigkeit nicht als einheitlicher Bieter, sondern vielmehr als eine Gemeinschaft von mehreren Bietern.²⁶

Bieterpflichten wirken schon im Vorstadium des Angebots, in manchen Fällen gem § 5 Abs 2 ÜbG auch schon dann, wenn noch keine Absichten der Angebotsstellung, sondern bloß diesbezügliche Überlegungen vorliegen.²⁷

2.4. Beteiligungspapiere

Unter Beteiligungspapieren versteht § 1 Z 4 ÜbG börsennotierte Aktien und sonstige übertragbare börsennotierte Wertpapiere, die mit einer Gewinnbeteiligung oder Abwicklungsbe teiligung (=Substanzbeteiligung) verbunden sind. Darunter fallen *auch* stimmrechtslose Vorzugsaktien, Partizipationsscheine, Gewinnschuldverschreibungen und manche verbrieft Ge-

²³ Vgl *Huber/Alischer* in *Huber*, ÜbG, § 1 Rz 29 ff.

²⁴ Vgl *Huber/Alischer* in *Huber*, ÜbG, § 1 Rz 32.

²⁵ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 41.

²⁶ Vgl *Huber/Alischer* in *Huber*, ÜbG, § 1 Rz 32.

²⁷ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 41.

nussrechte²⁸, wenn sie in einem der ersten beiden Marktsegmenten in Österreich börsennotiert sind.²⁹ Ferner gehören übertragbare Wertpapiere, die zum Erwerb solcher Wertpapiere berechtigen, wenn diese von der Zielgesellschaft oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen iSd § 228 Abs 3 UGB³⁰ ausgegeben wurden, dazu. Das sind unter anderem Wandelschuldverschreibungen (Wandelanleihen ieS und/oder Optionsanleihen). Dies hat zur Folge, dass Pflichtangebote *auch* auf vorgenannte Beteiligungspapiere gerichtet sein müssen.³¹ Die Börsennotierung muss *nur* bezüglich des *underlying*³² gegeben sein; was sich aus § 22 Abs 1 iVm § 1 Abs 4 ÜbG ergibt.³³

2.5. Gemeinsam vorgehende Rechtsträger

Gemeinsam vorgehende Rechtsträger sind gem § 1 Z 6 ÜbG natürliche oder juristische Personen, die mit dem Bieter auf der Grundlage einer Absprache zusammenarbeiten, um die Kontrolle über die Zielgesellschaft zu erlangen oder auszuüben, insb durch Koordination der Stimmrechte, oder die aufgrund einer Absprache mit der Zielgesellschaft zusammenarbeiten, um den Erfolg des Übernahmeangebots zu verhindern.

Das gemeinsame Vorgehen kann unterschiedliche Rechtsfolgen nach sich ziehen. Einerseits kommt es gem § 23 Abs 1 ÜbG zur Zusammenrechnung³⁴ der Stimmrechte der gemeinsam vorgehenden Rechtsträger und – im Falle einer daraus resultierenden kontrollierenden Beteiligung – zu einer Angebotspflicht. Andererseits sind gem § 23 Abs 3 ÜbG grundsätzlich alle gemeinsam vorgehenden Rechtsträger von dieser Angebotspflicht betroffen. Außerdem müssen gem § 16 Abs 1 und § 26 Abs 1 ÜbG alle Vor- und Parallelerwerbe der gemeinsam vorgehenden Rechtsträger für die Bestimmung des Mindestpreises herangezogen werden.³⁵

Gemeinsames Vorgehen wird *vermutet*, wenn ein Rechtsträger unmittelbar oder mittelbar eine kontrollierende Beteiligung an einem anderen Rechtsträger hält oder bei Vorliegen einer Absprache über die Ausübung von Stimmrechten bei der Wahl von Aufsichtsratsmitgliedern. Diese beiden Vermutungen sind widerleglich. Erstere erfasst somit va Rechtsträger, die zum selben Konzern gehören.³⁶ Die ÜbK hat weiter entschieden, dass eine Privatstiftung mit dem

²⁸ Genauer Zollner, Kontrollwechsel, 84 f.

²⁹ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 38.

³⁰ Unternehmensgesetzbuch, dRGBI S 219/1897 idF BGBl I 120/2005.

³¹ Vgl Feyl/Rath, Wandelschuldverschreibungen im Übernahmerecht, GesRZ 2009, 221.

³² Das Termingeschäften zugrunde liegende Gut (Index, Aktien, Anleihen, Waren). (<wienerbörse.at/beginner /lexicon/19/555>, Zugriff: 26.04.2010).

³³ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 39; Winner, Zielgesellschaft, 57 f.

³⁴ S u Kapitel 4.1.7.

³⁵ Vgl Winner/Schulz, Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht – M&A und die Krise, ÖBA 2010, 83.

³⁶ Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 45; Huber/Alischer in Huber, ÜbG, § 1 Rz 74; Gall, Acting in Concert und Angebotspflicht nach dem Übernahmegesetz, GesRZ 2008, 144.

Stifter *jedenfalls* gemeinsam vorgeht, wenn er die Stiftungserklärung ändern kann oder für die Bestellung des Vorstands zuständig ist und ein Zustimmungsrecht für einzelne Geschäftsführungsangelegenheiten hat.³⁷

Der Vermutungstatbestand des § 9 Z 5 der 1.ÜbV, der besagt, dass Berater der Bieters sowie insb Sachverständige als gemeinsam vorgehende Rechtsträger zu qualifizieren sind, wurde vom ÜbRÄG 2006 *nicht* übernommen. Die Gesetzesmat³⁸ weisen aber darauf hin, dass dadurch nicht darauf geschlossen werden darf, dass Berater *keinesfalls* als gemeinsam vorgehende Rechtsträger zu qualifizieren sind, dies sei vielmehr im Einzelfall zu prüfen. Gemeinsames Vorgehen ist zB aufgrund der finanziell gleichlaufenden Interessen anzunehmen, wenn die Entlohnung einer Investmentbank vom Erfolg des Bieters abhängt.³⁹

Mit dem ÜbRÄG 2006 änderte sich der Tatbestand der gemeinsam vorgehenden Rechtsträger in zweifacher Hinsicht.

- Erstens wurde er durch Eingliederung in den Allgemeinen Teil systematisch richtig eingeordnet, da er ebenfalls im Kontext freiwilliger, nicht auf Kontrollerlangung gerichteter Angebote, von Bedeutung ist.
- Zweitens wurde er inhaltlich insofern geändert, als im Gegensatz zu § 23 ÜbG aF und § 9 der 1.ÜbV nicht nur gemeinsames Vorgehen mit dem Bieter möglich ist, sondern auch mit der Zielgesellschaft.⁴⁰

Dies hat im Speziellen Auswirkungen im Zusammenhang mit feindlichen Übernahmeangeboten. So geht ein konkurrierender Bieter, der dem Management der Zielgesellschaft genehm ist, ein sog „white knight“, mit dieser gemeinsam vor.

Außerdem kommt im Kontext des gemeinsamen Vorgehens ein neuer Begriff dazu, nämlich der der Absprache. Dieser geht über jenen der Vereinbarung hinaus, was bedeutet dass auch rechtlich *nicht verbindliche* Absprachen erfasst sind. Der unbestimmte Begriff des „*abgestimmten Vorgehens*“ des § 23 ÜbG aF ist im Begriff der Absprache aufgegangen. Er ist von jenem des bloß gleichförmigen Verhaltens abzugrenzen und legt auch damit die Grenze nach „unten“ fest. Gleichförmiges Verhalten ist zwar ein Indiz für eine Absprache, begründet aber

³⁷ ÜbK v 19.4.2001, GZ 2001/1/3-27; vgl auch Arnold/Schuster, Übernahmerechtliche Folgen einer Änderung der Stiftungserklärung und von Verschiebungen bei Stifterechten, GesRZ 2007, 303.

³⁸ EB RV 1334 BlgNR 22. GP 6.

³⁹ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 48; Huber/Alsher in Huber, ÜbG, § 1 Rz 82.

⁴⁰ Vgl Spatz, Pflichtangebot auch ohne Vorliegen eines der Kontrollerwerbstatbestände gemäß 1.ÜbV?, RdW 2002, 706; Gall, Acting in Concert und Angebotspflicht nach dem Übernahmegesetz, GesRZ 2008, 139 f.

noch nicht die Vermutung des Bestehens einer solchen.⁴¹

⁴¹ EB RV 1276 BlgNR 20. GP 5; Art 2 Abs 1 lit d ÜbRL, vgl auch *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 42 ff; *Winner*, Das Pflichtangebot nach neuem Übernahmerecht, ÖJZ 2006, 663; *Huber/Alscher* in *Huber*, ÜbG, § 1 Rz 54 ff.

3. Geltungsbereich

3.1. Vollanwendungsbereich

„Für den Vollanwendungsbereich ist gem § 2 ÜbG ein zweifacher Inlandsbezug⁴² erforderlich. Sind nicht beide Voraussetzungen erfüllt, ist eine Teilanwendung⁴³ des ÜbG nach §§ 27 c, d möglich.“⁴⁴

3.1.1. Sitz im Inland

Das ÜbG regelt nicht ausdrücklich, ob auf den Verwaltungssitz oder den Satzungssitz abzustellen ist. Laut hM⁴⁵ stellt das Gesetz auf den tatsächlichen *Verwaltungssitz* ab. Gestützt wird diese Meinung durch den Verweis auf § 10 IPRG⁴⁶ und die dort geregelte Bestimmung des Personalstatuts einer juristischen Person. *Huber/Alischer* vertreten eine andere, aber mE plausiblere, Meinung indem sie den Satzungssitz heranziehen. Ihre Ansicht ist eher zu vertreten, da nach österreichischem Recht *grundsätzlich* der Satzungssitz maßgebend ist, und es deshalb keinen nachvollziehbaren Grund gibt, warum stattdessen der „*Ausnahmetatbestand*“ des § 10 IPRG relevant sein sollte. Weiters gibt es in den Mat, sowohl 1999 als auch 2006, keine Anhaltspunkte für diese Ansicht. Dieser Auffassung kann daher nicht gefolgt werden, da Praktikabilität und Rechtssicherheit eindeutig dagegen sprechen.⁴⁷ Schließlich ist sie schon im Lichte der europarechtlichen Entwicklungen⁴⁸ der letzten Jahre bei Scheinauslandsgesellschaften obsolet.⁴⁹

3.1.2. Zulassung an einem geregelten Markt

Die Gesellschaft muss mit mindestens einer Wertpapiergattung an der Wiener Börse zum Handel auf einem geregelten Markt⁵⁰ zugelassen sein. Bei teilweiser Börsennotierung, dh nicht alle Gattungen von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft sind börsennotiert, sondern lediglich ein gattungsgleicher Teil davon, ist hinsichtlich der Anwendbarkeit des ÜbG zu differenzieren:

⁴² Sitz und Notierung im Inland.

⁴³ S u Kapitel 3.2.

⁴⁴ Vgl *Huber/Alischer* in *Huber*, ÜbG, § 2 Rz 3.

⁴⁵ *Heidinger*, Anwendungsbereich des Übernahmegerichtes, SWI 1999, 136; *Winner*, Zielgesellschaft, 46; *Kaindl*, Das Pflichtangebot im Übernahmegericht (2001) 30; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 25.

⁴⁶ Internationales Privatrechts-Gesetz, BGBI I 304/1978 idF BGBI I 58/2004.

⁴⁷ Vgl *Huber/Alischer* in *Huber*, ÜbG, § 2 Rz 7.

⁴⁸ EuGH 9.3.1999, C-212/97 (*Centros*); EuGH 5.11.2002, C-208/00 (*Überseering*); EuGH 30.09.2003, C-167/01 (*Inspire Art*).

⁴⁹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 25.

⁵⁰ Gem § 25 WAG⁵⁰ sind in Österreich der amtliche Handel und der geregelte Freiverkehr geregelte Märkte.

- Bei freiwilligen öffentlichen Angeboten kommt eine Anwendbarkeit lediglich dann in Frage, wenn sich das Angebot gleichzeitig sowohl auf nicht börsennotierte als auch auf Wertpapiergattungen mit Börsennotierung beziehen. Diese Differenzierung der Anwendbarkeit des ÜbG ergibt sich aus dessen Gleichbehandlungsgrundsatz gem § 3 Z 3.
- Bei Pflichtangeboten und freiwilligen Angeboten zur Kontrollerlangung ist die Börsennotierung der die Kontrolle vermittelnden Stimmrechtsaktien keine Voraussetzung für die Anwendbarkeit des ÜbG. Eine solche liegt vielmehr bereits mit der Börsennotierung einer Gattung von Beteiligungspapieren vor sei sie auch nur teilweise. Sofern aber stimmberechtigte Aktien an einem ausländischen geregelten Markt im EWR notieren, sind die in § 27b Abs 2 ÜbG angeführten Bestimmungen anzuwenden.⁵¹

3.1.3. Der Erwerb eigener Aktien durch die Zielgesellschaft

Der Erwerb eigener Aktien durch öffentliches Angebot unterliegt nach zutreffender Rechtsansicht der ÜbK⁵² und hL⁵³ dem ÜbG, somit fallen eigene Aktien auch unter den Begriff „*Beteiligungspapier*“ des § 1 ÜbG und die Zielgesellschaft gilt als „*Bieter*“.

Diese Ansicht entspricht auch der Verwaltungspraxis des in dieser Hinsicht vergleichbaren dWpÜG⁵⁴ in Deutschland.⁵⁵

Eine Differenzierung nach der Person des Bieters oder des Inhabers der Beteiligungspapire ist nicht vorgesehen und unter Berücksichtigung des Normzwecks (Anlegerschutz durch Information, Gleichbehandlung und ausreichend Zeit) auch nicht erheblich.⁵⁶

⁵¹ Vgl Huber/Alischer in Huber, ÜbG, § 2 Rz 9 ff.

⁵² ÜbK v 4.6.1999, GZ 1999/2/4-7; bestätigt durch VfGH 12.12.2000, B 2010/99-10.

⁵³ Winner, Die 1. Übernahmeverordnung, RdW 1999, 509; Winner/Gall, wbl 2000, 2 ff; Kalss, Das Zusammenspiel anlaßbezogener Publizitätspflichten, ÖBA 2000, 281; Kalss/Zollner, Bilden eigene Aktien Gegenstand eines öffentlichen Angebots nach dem ÜbernahmeG?, ÖBA 2001, 499 ff; Kalss, Ausgewählte Fragen zum Erwerb eigener Aktien nach dem Aktienoptionengesetz, GesRZ-Sonderheft 2001 "Aktienoptionen" 42, 51 f; Klement/Dietrich, Rückerwerb eigener Aktien und Übernahmerecht, ecolex 2001, 675; Winner, Zielgesellschaft 59 ff; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht Bd I (2005) § 23 Rz 20; Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht, Rz 55.

⁵⁴ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, dBGBl I 3822/2001 idF dBGBl I 358/2007.

⁵⁵ Vgl Pötsch in Assmann/Pötsch/Schneider, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (2006) § 2 Rz 39.

⁵⁶ Vgl Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 55; Huber/Alischer in Huber, ÜbG, § 2 Rz 17 f.

3.1.4. Verhältnis zu anderen Erwerbstechniken

Verschmelzungen und Spaltungen sowie andere gesellschaftsrechtliche Vorgänge können der Übernahme von Gesellschaften dienen. Bei diesen Transaktionsformen stellt sich zunächst die Frage ob eine Übernahme iSd ÜbG überhaupt vorliegt. Davon zu unterscheiden ist, ob eine Angebotspflicht⁵⁷ nach dem ÜbG ausgelöst werden kann.⁵⁸

Die ÜbK hat beispielsweise in der Stellungnahme⁵⁹ zum Fall Bank Austria (BA) und Bayrische Hypo Vereinsbank (HVB) eine Übernahme iSd 2.Teils des ÜbG bei verschmelzungsgleichlichen Transaktionen im Grundsatz verneint. Auch in der Lit⁶⁰ wird die direkte Anwendung des ÜbG verneint. Die ÜbK rechtfertigt ihre Ansicht durch den Wortlaut des § 1 Z 1 ÜbG, da ein Angebot iSd ÜbG voraussetzt, dass den Aktionären eine *individuelle* Entscheidungsmöglichkeit über Annahme oder Ablehnung gewährt wird, während bei Verschmelzungen eine *kollektive* Entscheidungsfindung (HV-Beschluss) mit Rechtsfolgen für die übereinstimmten Aktionäre erfolgt.⁶¹

Neben der direkten Anwendung prüfte die ÜbK⁶² in einem nächsten Schritt, ob die Schutzzwecke des ÜbG eine etwaige *analoge* Anwendung des 2.Teils bei Verschmelzungen und ähnlichen Konstruktionen erfordern.⁶³ Eine solche pauschale analoge Anwendung des ÜbG auf Umgründungsvorgänge wurde *ausdrücklich* abgelehnt, da nicht völlig gleichgelagerte Sachverhalte vorliegen und die Schutzmechanismen zwar unterschiedlich sind, diese erreichen aber kein analogiefähiges Ausmaß. Ferner sei dem gesetzgeberischen Willen⁶⁴ nicht unmittelbar zu entnehmen, dass die Regeln des ÜbG prinzipiell auf Umgründungsvorgänge anwendbar sein sollen. Der Senat sah größere Schwierigkeiten auch in der praktischen Machbarkeit einer solchen Analogie.

⁵⁷ S u Kapitel 4.3.1.3.

⁵⁸ Vgl Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 57.

⁵⁹ ÜbK v 12.9.2000, GZ 2000/1/4-171 ("BA/HVB").

⁶⁰ Gall, wbl 2000, 544; Binder/Kohl, Bankenehe Hypovereinsbank und Bank Austria – Kurzanalyse, ecolex 2000, 875; Karollus/Geist, Das österreichische Übernahmegesetz – (k)ein Papiertiger?! – eine Fallstudie, NZG 2000, 1145; Nowotny, Zur Auslegung des Übernahmegesetzes, RdW 2000, 330; Nowotny, Übernahme durch Umgründung – Zusammenspiel oder Widerspruch zwischen Übernahmerecht und Gesellschaftsrecht wbl 2001, 382; Kalss/Oppitz/Zollner Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 34; Jöllinger, Zur übernahmerechtlichen Bedeutung der Willensbildung in Übernahmefällen am Beispiel der Verschmelzung, wbl 2008, 364 ; krit Doralt, Übernahme, Verschmelzung, Konzern und der City Code, GesRZ 2000, 197.

⁶¹ ÜbK v 12.9.2000, GZ 2000/1/4-171; Stockenhuber, Übernahme ≠ Übernahme, JAP 2000/2001, 64; Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 58.

⁶² ÜbK v 12.9.2000, GZ 2000/1/4-171 ("BA/HVB").

⁶³ Gall, wbl 2000, 546; Dregger/Ullmer, wbl 2002, 99.

⁶⁴ EB RV 1276 BlgNR 20. GP 19.

Die hL⁶⁵ geht vielmehr davon aus, dass aufgrund der unterschiedlichen Schutzrichtungen und –niveaus der beiden Regelungsbereiche eine *parallele* Anwendung von Übernahme- und Verschmelzungsrecht angebracht ist.⁶⁶ In Fällen in denen beide Normenkomplexe anwendbar sind kommt es zu einer großflächigen teleologischen Reduktion.⁶⁷

Trotzdem spricht aber *nichts* gegen die analoge Anwendung einzelner übernahmerechtlicher Vorschriften. Als Beispiel einzelner solcher analogiefähiger Normen werden nach einem Teil der Lehre⁶⁸ das Verbot von Paralleltransaktionen nach § 16 ÜbG und der Gleichbehandlungsgrundsatz gem § 3 Z 1 ÜbG angeführt.⁶⁹

3.2. Teilanwendungsbereich

„Durch das ÜbRÄG 2006 wird der persönliche Anwendungsbereich dahingehend erweitert, dass nunmehr auch Gesellschaften, die nur einen der Anknüpfungspunkte (Sitz und Börsennotierung im EWR-Raum) erfüllen, unter den Teilanwendungsbereich des ÜbG fallen“.⁷⁰ Diese Bestimmung wurde im Zuge der Umsetzung der ÜbRL eingeführt. Art 4 Abs 2 ÜbRL verpflichtet die Mitgliedsstaaten eine gespaltene Rechtsanwendung für Gesellschaften, deren Sitz und Notierung sich in verschiedenen Mitgliedsstaaten befindet, vorzusehen und es sich um Pflichtangebote oder freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung auf stimmberechtigte Aktien handelt.⁷¹

⁶⁵ ÜbK v 6.8.2002, GZ 2002/3/3-63; Zollner, Kontrollwechsel, 131; Gall, Angebotspflicht, 234; Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 214 ff; Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 51.

⁶⁶ Vgl Jöllinger, wbl 2008, 365.

⁶⁷ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 54.

⁶⁸ Gall, wbl 2000, 547; Dregger/Ullmer, Die Spruchpraxis der Übernahmekommission nach drei Jahren Übernahmegesetz – eine Auswahl, wbl 2002, 100; aA Nowotny, RdW 2000, 330; Nowotny, wbl 2001, 381.

⁶⁹ Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 59.

⁷⁰ Vgl Huber/Alscher, Das Übernahmerechts-Änderungsgesetz – Ein Überblick, ecolex 2006, 574.

⁷¹ Vgl Alscher in Huber, ÜbG, § 27b Rz 4.

4. Rechtslage im europäischen Vergleich

4.1. Vorgaben der ÜbRL⁷²

Die ÜbRL wurde am 21. April 2004 vom Parlament und dem Rat der Europäischen Gemeinschaften erlassen. Sie normiert Rahmenbedingungen für freiwillige Angebote, die auf Kontrollerlangung gerichtet sind, und für Pflichtangebote als Rechtsfolge der Kontrollerlangung.⁷³ Ziel der Europäischen Kommission war es, für rechtliche Rahmenbedingungen zu sorgen und dadurch die Reorganisation von Unternehmen zu fördern.⁷⁴ Die Harmonisierung des europäischen Übernahmerechts wurde angestrebt, hatte aber bisher nur bescheidenen Erfolg.⁷⁵ Die RL regelt folgende Bereiche: Den internationalen Anwendungsbereich der verschiedenen nationalen Übernahmerechte, die Angebotspflicht⁷⁶, Informationspflichten gegenüber Aktionären und Arbeitnehmervertretern, das Neutralitätsgebot (board neutrality rule), das Reziprozitätsregelung⁷⁷ (reciprocity), Durchbrechungsregeln für satzungsmäßige und syndikatsvertragliche Übernahmehindernisse (breakthrough rule) und die Ausschlussmöglichkeit von Minderheitsaktionären (Squeeze-out). Die ÜbRL sieht zusätzlich vor, dass Übernahmehindernisse im Lagebericht offen zu legen sind.⁷⁸ Sie ist als eine bloße *Rahmenrichtlinie* ausgestaltet, die den Mitgliedstaaten *große* Spielräume lässt und es somit ermöglicht, auf nationalspezifische Besonderheiten einzugehen. Ein Beispiel dafür ist insb Art 3 ÜbRL.⁷⁹ Grund dafür sind die zähen, aufgrund fehlenden Konsenses annähernd 20 Jahre dauernden, Verhandlungen zwischen den Mitgliedsstaaten.⁸⁰

Das Pflichtangebot ist in Art 5 ÜbRL geregelt. Es soll dann ausgelöst werden, wenn eine natürliche oder juristische Person gemeinsam oder alleine durch Erwerb von einem Kontrolle begründenden Anteil der Stimmrechte unmittelbar oder mittelbar Kontrolle erlangt. Dieses Angebot ist *unverzüglich allen* Wertpapierinhabern für *alle* ihre Wertpapiere zu unterbreiten. Der prozentuale Anteil der Stimmrechte, der *Kontrolle begründet*, sowie seine Berechnung sind nach den Vorschriften des Mitgliedstaates in dem die Gesellschaft ihren Sitz hat zu be-

⁷² Übernahmerichtlinie 2004/25/EG, ABl L 2004/142, 12.

⁷³ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 6.

⁷⁴ Vgl Pressemitteilung, <<https://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/251&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>>, Zugriff: 07.05.2010.

⁷⁵ Vgl *Winner*, Ein gutes Jahrzehnt Übernahmerecht in Österreich – eine Würdigung, GesRZ 2010, 12.

⁷⁶ Näheres s u.

⁷⁷ Vereitelungsverbot und Durchgriffsregel gelten danach bei der Zielgesellschaft nur, wenn sie auch beim Bieter gelten. (<jura.uni-augsburg.de/fakultaet/lehrstuhle/moellers/materialien/4_gesellschaftsrecht/120_ril_2004_025_eg_uebernahme/>, Zugriff: 05.05.2010).

⁷⁸ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 6.

⁷⁹ Vgl *Baums/Cahn*, Die Umsetzung der Übernahmerichtlinie in europäische Rechtsordnungen (2006) 10.

⁸⁰ Vgl Commission Staff Working Document, Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids vom 21.07.2007, SEC(2007) 268, <https://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf>, Zugriff: 07.05.2010.

stimmen.⁸¹ Implizit wird damit jedenfalls die Festsetzung einer Kontrollschwelle durch den Mitgliedsstaat angeordnet, was aber *nicht* automatisch heißt, dass nicht auch noch zusätzlich andere Kriterien festgelegt werden können, um den Kontrolle begründenden Anteil zu bestimmen. Eine formelle Kontrollschwelle ist also *nicht zwingend* vorgeschrieben, sondern es besteht auch die Möglichkeit materielle Kriterien festzulegen.⁸²

Art 3 Abs 2 ÜbRL lässt *abweichende, strengere*, Regelungen der Mitgliedstaaten zu, die Minderheitsaktionäre besser schützen als es die RL vorsieht (Mindestharmonisierung). Ferner sind die Regelungen großteils *nicht einmal* einseitig zwingend, denn Art 4 Abs 5 ÜbRL erlaubt Mitgliedstaaten Abweichungen in den Umsetzungsgesetzen zu normieren bzw die zuständige Aufsichtsstelle zu solchen zu ermächtigen. Dies ist aber nur soweit möglich, als die allgemeinen Grundsätze in Art 3 Abs 1 ÜbRL eingehalten werden. Für die Ausnahmeregelungen der §§ 24 und 25 ÜbG gibt es *keine* ausdrücklichen europäischen Rechtsgrundlagen.⁸³

4.2. Umsetzung

Die Europäische Kommission zog in ihrem Bericht⁸⁴ vom 21. Februar 2007 über die Umsetzung der ÜbRL in den Mitgliedsstaaten Bilanz. Sie stellte fest, dass es durch die Umsetzung zu einer Verbesserung des Minderheitenschutzes, einer besseren Transparenz an den Kapitalmärkten und einem Fortschritt in den Corporate Governance Standards kam. Kritisch äußerte sie sich allerdings zur Auslegung des Schutzgedankens vieler Mitgliedstaaten: "Too many Member States are reluctant to lift existing barriers, and some are even giving companies yet more power to thwart bids. The protectionist attitude of a few seems to have had a knock-on effect on others. If this trend continues, then there is a real risk that companies launching a takeover bid will face more barriers, not fewer. That goes completely against the whole idea of the Directive."⁸⁵

Der große Spielraum der Mitgliedsstaaten führte teilweise zu bedenklichen Entwicklungen. Das *Neutralitätsgesetz* und die *Durchbrechungsregeln* wurden in einigen Staaten nicht nach Vorstellung der Kommission umgesetzt. Die Bildung eines einheitlichen Europäischen Kapitalmarkts wurde durch diesen unerwartet starken Protektionismus und der negativen Einstellung zu grenzüberschreitenden Transaktionen behindert. Außerdem hatten zur Zeit des Be-

⁸¹ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 178.

⁸² Vgl Kalss in Baums/Cahn, Die Umsetzung der ÜbRL 29.

⁸³ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 7.

⁸⁴ Commission Staff Working Document, Report, SEC(2007) 268, <https://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf>, Zugriff: 07.05.2010.

⁸⁵ Pressemitteilung, <<https://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/251&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>>, Zugriff: 07.05.2010.

richts nur 17 von 25 Staaten⁸⁶ die Richtlinie termingerecht gänzlich umgesetzt, obwohl sie dazu bis *spätestens* 26. Mai 2006 verpflichtet gewesen wären.

Im Bezug auf das *Pflichtangebot* kam es vermehrt zu weitreichenden Ausnahmeregelungen und teilweise einer weitgehend freien Verfügungsgewalt von Aufsichtsstellen solche zu gewähren.⁸⁷ Aus diesem Grund bildete die Kommission, in Vorbereitung auf die verpflichtende Revision 2011⁸⁸, Arbeitsgruppen zu diesen Themen.⁸⁹

Die Vorgaben zum Pflichtangebot wurden von den Mitgliedstaaten unterschiedlich umgesetzt. Hier eine Auswahl der verschiedenen Möglichkeiten im internationalen Vergleich:

• Frankreich

In Frankreich gibt es seit 1989 die Verpflichtung, bei Erreichen bestimmter Grenzwerte ein Angebot legen zu müssen. Derzeit liegt dieser Wert bei mindestens 1/3 der Anteile an der Zielgesellschaft. Weiters ist in Frankreich auch eine „Creeping-in“-Regelung, die bei einem Aktienbesitz von zwischen 33,33% und 50% der Stimmrechte ausgelöst wird und somit jeder Zukauf von mindestens 2% innerhalb eines Jahres der Angebotspflicht unterliegt, vorgesehen.

Die AMF (Autorité des Marchés Financiers), die französische Finanzmarktaufsichtsbehörde, ist im Bereich des Übernahmerechts verordnungsermächtigt und kann Ausnahmen von der Angebotspflicht genehmigen. Beispiele solcher Ausnahmen sind: Von der HV genehmigte Verschmelzungen, Kontrollwechsel innerhalb eines Konzerns und Sanierungen.⁹⁰

• Deutschland

Der deutsche Gesetzgeber hat, ähnlich wie der österreichische, sein *WpÜG* 2002, ohne die Verabschiedung der ÜbRL abzuwarten, beschlossen. Das Gesetz regelt einerseits in § 29 ff dWpÜG *Übernahmeangebote*, die auf den Erwerb der Kontrolle der Zielgesellschaft gerichtet sind und andererseits Pflichtangebote die gem § 35 ff dWpÜG nach – *anderweitiger* Kontrollerlangung über die Zielgesellschaft – den Erwerb *aller* noch ausstehender Aktien der Zielgesellschaft zum Gegenstand haben müssen.

Auch in Deutschland ist eine formelle Kontrollschwelle iSd Art 5 ÜbRL eingerichtet. Die

⁸⁶ Nicht umgesetzt hatten: Belgien, Zypern, Tschechien, Estland, Italien, Niederlande, Polen und Spanien.

⁸⁷ Commission Staff Working Document, Report, SEC(2007) 268, <https://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf>, Zugriff: 07.05.2010.

⁸⁸ Vgl Art 20 ÜbRL.

⁸⁹ Vgl Winner, GesRZ 2010, 12.

⁹⁰ Urbain-Parleani in Baums/Cahn, Die Umsetzung der ÜbRL, 16 f; Commission Staff Working Document, Report, SEC(2007) 268, <https://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf>, Zugriff: 07.05.2010.

Angebotspflicht wird bei Erreichen eines Grenzwertes von 30% ausgelöst. Egal ist ob Kontrolle direkt oder indirekt erlangt wird; die Verpflichtung besteht auch, wenn die Kontrollschwelle *ohne* Erwerb überschritten wird, wie zB durch gemeinsames Vorgehen.⁹¹

Die BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) hat auf Antrag des Bieters die Nichtberücksichtigung von Stimmrechten gem § 36 dWpÜG auszusprechen oder kann ihn von der Verpflichtung zur Veröffentlichung der Kontrollerlangung und von der Abgabe eines Pflichtangebots gem § 37 dWpÜG befreien. Gründe für die Nichtberücksichtigung von Stimmrechten sind zB die Umstrukturierung im Konzern des Bieters. Die Befreiung vom Pflichtangebot wird zB gem § 9 S 1 Nr 3 dWpÜG-Angebotsverordnung⁹² in Sanierungsfällen gewährt.⁹³

• Schweden

In Schweden wurden schon 1971 vom NBK (Näringslivets Börsekomitté), dem Komitee für Industrie und Wertpapierhandel, Regeln für die Legung öffentliche Angebote geschaffen. Als Grundlage verwendete man die englischen Regeln und Praxisfälle iSd Case-Law-Systems.

Die Kontrollschwelle, bei deren Überschreiten ein Pflichtangebot für alle restlichen Anteile zu stellen ist, liegt bei 30%. Ähnlich wie in England hat hier eine Aufsichtsbehörde, die AMN (Aktiemarknadsnämnden) die Aufgabe, die generellen Regeln auszulegen und etwaige Ausnahmen von der Angebotspflicht zu gewähren, wie zB bei der Erbschaft. Zusätzlich gibt es auch gesetzliche geregelte Ausnahmen von der Angebotspflicht, unter anderem bei kurzfristigem Überschreiten der Kontrollschwelle.

Die generellen Regeln sind als solches nicht bindend, aber durch die Aufnahme in die Statuten der Schwedischen Börsen [Stockholm Stock Exchange, Nordic Growth Markets (NGM) und AktieTorget] für dort notierende Gesellschaften verpflichtend.⁹⁴

⁹¹ Fuchs in Baums/Cahn, Die Umsetzung der ÜbRL 16 f; Commission Staff Working Document, Report, SEC(2007) 268, <https://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf>, Zugriff: 07.05.2010.

⁹² dBGBI I 4263/2001 idF dBGBI I 1697/2006.

⁹³ <bafin.de/cln_171/nn_724104/SharedDocs/Artikel/DE/Unternehmen/BoersennotierteUnternehmen/Unternehmensuebernahmen/allgemein.html>.

⁹⁴ Vgl Fuchs in Baums/Cahn, Die Umsetzung der ÜbRL 16 f; Commission Staff Working Document, Report, SEC(2007) 268, <https://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf>, Zugriff: 07.05.2010.

• Großbritannien

Aufgrund von Missständen beim Kontrollwechsel in Aktiengesellschaften und bei der Konzernierung von bisher börsennotierten konzernfreien Gesellschaften, wurde das „panel of takeovers and mergers“ als *unabhängige* Behörde 1968 gegründet. Dies ist Ausdruck pragmatischer englischer Normsetzung.⁹⁵ Als seine Hauptaufgabe gilt die Erlassung und Verwaltung des „City Code on Takeovers and Mergers“. Ferner obliegt ihm die Kontrolle und Regulierung von Übernahmen.⁹⁶ „Der City Code stellt wohl den wichtigsten Beitrag des englischen Rechts zur Entwicklung des europäischen Konzernrechts dar und hat sich in Europa für börsennotierte AG weitgehend durchgesetzt.“⁹⁷

Die Angebotspflicht entsteht nach Rule 9.1, wenn ein Bieter allein oder mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern, eine Beteiligung von 30% erreicht. Zusätzlich wird ein „Creeping-in“ für den Ausbau einer kontrollierenden Beteiligung zwischen 30% und 50% normiert. Ein Pflichtangebot wird ausgelöst, wenn es innerhalb eines revolvierenden Zeitraums von 12 Monaten zu einer Erweiterung der kontrollierenden Beteiligung von mehr als 1% kommt. Das Angebot muss sich auf alle übrigen Beteiligungspapiere erstrecken. Kein Angebot ist zu legen, wenn die Kontrollschwelle mittels eines freiwilligen Angebots entsprechend der Regeln des City Code erreicht wurde.⁹⁸

Ausnahmen von der Angebotspflicht sind zu einem geringen Teil im Gesetz geregelt, wie zB bei einem höheren Angebot eines Konkurrenten. Vordergründig entscheidet aber das sog „panel“⁹⁹ über Situationen in denen die Anwendung Regel den Bieter übermäßig hart, in einer unnötig einschränkenden, behindernden oder unangebrachten Weise trifft.¹⁰⁰

Im Unterschied zu Österreich und Deutschland sind die Rechte der englischen Minderheitsaktionäre trotz verschiedener Instrumente relativ *schwach*. Dieser ist durch die unterschiedliche Kapitalmarktstruktur und das daraus resultierende Vertrauen in die *Richtigkeit der Mehrheitsentscheidung* zu erklären. Beispielsweise gibt es kaum notierende Tochtergesell-

⁹⁵ Vgl Doralt, GesRZ 2000, 200.

⁹⁶ <thetakeoverpanel.org.uk/>, Zugriff: 16.05.2010.

⁹⁷ Doralt, GesRZ 2000, 200.

⁹⁸ <thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>, 126 ff, Zugriff: 16.05.2010.

⁹⁹ *The Takeover Panel may derogate or grant a waiver to a person from the application of a rule where the Panel considers that the particular rule would operate unduly harshly or in an unnecessarily restrictive or burdensome or otherwise inappropriate manner.*

¹⁰⁰ Vgl Commission Staff Working Document, Report, SEC(2007) 268, <https://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf>, Zugriff: 07.05.2010.

schaften und daher auch kein sog „Pyramid-building“¹⁰¹, außerdem dominiert die *breit gestreute* Publikumsgesellschaft und nicht die Kernaktionäre die Kapitalmärkte.¹⁰² Ein großer Unterschied besteht ferner in der Mehrheitsfindung. Während es auf dem heimischen Kapitalmarkt einer Mehrheit (vielfach eine $\frac{3}{4}$ -Mehrheit) in der HV bedarf, kommt es in England auf die Zustimmung von 50% *aller Aktionäre* an.¹⁰³

¹⁰¹ Mehrstufige Konzerne mit Börsennotierungen auf mehreren Stufen, die durchgerechnet einer kapitalmäßig kleinen Mehrheit die sichere Beherrschung eines großen Gesamtkonzerns ermöglichen. (*Doralt*, GesRZ 2000, 201).

¹⁰² Vgl *Doralt*, GesRZ 2000, 201.

¹⁰³ Vgl *Doralt*, GesRZ 2000, 203 f.

5. Die Unzulänglichkeit des Pflichtangebots

5.1. Kontrollbegriff

5.1.1. Allgemeines

§ 22 Abs 1 ÜbG legt fest, dass der Bieter, der mittelbar oder unmittelbar eine kontrollierende Beteiligung an einer Zielgesellschaft erlangt, dies der ÜbK unverzüglich melden und innerhalb von 20 Börsetagen ein Angebot hinsichtlich aller Beteiligungspapiere legen muss. Die Angebotspflicht ist somit die Rechtsfolge einer erstmaligen *Kontrollerlangung* oder eines *Kontrollwechsels*.¹⁰⁴ Die bisherigen Beteiligungsinhaber erhalten dadurch ein *Austrittsrecht*.¹⁰⁵

Irrelevant ist, wie diese kontrollierende Beteiligung zustande gekommen ist; dies kann etwa durch vorangehenden Pakethandel oder durch Aufkauf an der Börse geschehen. Außerdem kann auch der Abschluss eines Syndikatsvertrags einen Kontrollwechsel oder –erwerb herbeiführen.¹⁰⁶

5.1.2. Entstehungsgeschichte

Das ÜbG 1999 definierte den Begriff „kontrollierende Beteiligung“ nur sehr vage, die Aufgabe der Präzisierung wurde der ÜbK mit Verordnungsermächtigung¹⁰⁷ übertragen.¹⁰⁸ Der Kontrollbegriff war damals ein *materieller*, da er unter Verweis auf die handelsrechtlichen Bestimmungen über den Konzernabschluss nach § 244 HGB¹⁰⁹ in bestimmten Fällen eine kontrollierende Beteiligung *unwiderleglich* vermutete. Dies war nach § 244 Abs 2 Z 1 HGB dann der Fall, wenn einem Aktionär die Mehrheit der Stimmrechte der Gesellschaft zustand; oder nach § 244 Abs 2 Z 2 HGB dann, wenn einem Aktionär das Recht zustand, die Mehrheit der Mitglieder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans zu bestellen oder abzuberufen oder wenn (vgl § 244 Abs 2 Z 3 HGB) dem Aktionär das Recht zustand, einen beherrschenden Einfluss auf die Gesellschaft auszuüben.¹¹⁰ Die Verordnungen der ÜbK legten *widerlegliche* Vermutungen bei 30% fest; widerlegt werden konnten diese insb dann, wenn der Nachweis erbracht wurde, dass ein anderer Aktionär und mit ihm gemeinsam vorgehende Rechtsträger über mindestens gleich viele Stimmrechte verfügten. Bei Beteiligungen von min-

¹⁰⁴ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 177; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 1.

¹⁰⁵ Vgl *Kalss*, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 366 ff.

¹⁰⁶ Vgl EB RV 1276 BlgNR 20. GP 39.

¹⁰⁷ § 25 Abs 3 ÜbG aF.

¹⁰⁸ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 179; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 4.

¹⁰⁹ Handelsgesetzbuch, dRGBI S 219/1897, Ausserkrafttreten BGBl I 120/2005.

¹¹⁰ Vgl EB RV 1276 BlgNR 20. GP 42.

destens 20% wurde eine kontrollierende Beteiligung vermutet, wenn dieser Stimmrechtsanteil in jeder der drei zuletzt abgehaltenen Hauptversammlungen mehr als die Hälfte der anwesenden oder vertretenen Stimmrechte dargestellt hatte.¹¹¹ ZT konnte der Kontrollbegriff auch schon dann gegeben sein, wenn *keiner* der Vermutungstatbestände erfüllt war.¹¹² Dabei hatte die ÜbK gem § 22 Abs 5 ÜbG aF auf die für die Entstehung eines beherrschenden Einflusses wesentlichen rechtlichen und wirtschaftlichen Gegebenheiten Bedacht zu nehmen, insb auf die Höhe des Hundertsatzes der Beteiligung am stimmberechtigten Grundkapital (Z1), die Streuung des sonstigen stimmberechtigten Aktienbesitzes (Z2), das üblicherweise in Hauptversammlungen vertretene und stimmberechtigte Grundkapital (Z3) und die Bestimmungen der Satzung (Z4).¹¹³ So war der Kontrollbegriff zwar äußerst *flexibel* aber auch für die Gesetzesanwender *unvorhersehbar*, außerdem war er in der praktischen Anwendung nicht völlig befriedigend; Rechtssicherheit und Planungssicherheit litten sehr. Zusätzlich war diese Methode der Verordnungsermächtigung auch *verfassungsrechtlich bedenklich*, was schließlich zur Aufhebung durch den VfGH¹¹⁴ führte.¹¹⁵

Die angesprochenen Probleme lassen sich im Fall *Böhler-Uddeholm*, der Anlassfall für die Neuregelung war, besser veranschaulichen. Im Jänner 2002 erreichte die BU Industrieholding GmbH (BUI) eine Beteiligung an der Böhler-Uddeholm AG in der Höhe von 25,65% des Grundkapitals. Durch den Ausstieg der ÖIAG über die Börse im November 2003, die zuvor 25% des Unternehmens gehalten hatte, erlangte die BUI maßgeblichen Einfluss über die Böhler-Uddeholm AG. Aufgrund der geringen Hauptversammlungspräsenzen des Streubesitzes hatte die BUI nun die Hauptversammlungsmehrheit.¹¹⁶ Für die ÜbK¹¹⁷ stellten sich zwei Rechtsprobleme: Zum Ersten ging die ÜbK davon aus, dass die Aktionärsgruppe mit ihrer Beteiligung Kontrolle über die Gesellschaft erlangt hatte, *ohne* einen Vermutungstatbestand erfüllt zu haben. Erfüllt war lediglich die materielle Definition des § 22 Abs 2 ÜbG aF. Zum Zweiten wendete sie die Bestimmung trotz Fehlens eines unmittelbaren Aktienerwerbs an, indem sie deren Anwendungsbereich auf die sog „passive Kontrollerlangung“ ausweitete. Schließlich gewährte die ÜbK analog zu § 25 ÜbG aF eine Ausnahme von der Angebotspflicht unter bestimmten Auflagen, insb Bedingungen zur Ernennung des

¹¹¹ Vgl ÜbK v 4.9.2003, GZ 2003/3/6-63; sowie Stockenhuber, RIW 1999, 758; Dorda, ecolex 1998, 844; Zollner, Kontrollwechsel, 247; Gall, Die Angebotspflicht nach dem Übernahmegesetz (2003) 193 ff; Kaindl/Rieder, Neuerungen für das Pflichtangebot und Gesellschafterausschluss, GesRZ 2006, 248.

¹¹² Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 179.

¹¹³ Vgl Kaindl/Rieder, GesRZ 2006, 249.

¹¹⁴ VfGH 14.12.2005, B 385/05-ua; VfGH 6.10.2006, G 151-153/05-17 V 115-117/05-17.

¹¹⁵ Vgl Kaindl/Rieder, GesRZ 2006, 249; Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 4.

¹¹⁶ Kaindl/Rieder, GesRZ 2006, 248; Winner, ÖJZ 2006, 17; Huber/Alsher, ecolex 2006, 574; Winner, Rechtspolitisches zum Pflichtangebot – Eine Würdigung des ÜbRÄG 2006, GesRZ 2007, 391 f.

¹¹⁷ ÜbK v 24.2.2005, GZ 2004/1/9-112.

Aufsichtsrats, um die Ausübung der Kontrolle abzuschwächen.¹¹⁸

All diese Gründe führten zu einer Verfassungsbeschwerde der Investorengruppe. Der VfGH erklärte, dass § 22 Abs 1, 2, 5 und 6, § 25 Abs 1 und 2 dem 3. Teil dieses Bundesgesetzes nicht entsprachen und daher in § 34 Abs 1 ÜbG verfassungswidrig waren. Der VfGH stützte sich in seinem Urteil darauf, dass die Verordnungskompetenz der ÜbK gegen das Rechtsstaatsprinzip des Art 18 Abs 2 B-VG¹¹⁹ verstöße. Das Recht, Verordnungen zu erlassen, dürfe nämlich nicht auch jenen Kollegialbehörden zukommen, die in diesen Angelegenheiten über Rechtsverhältnisse unter *Privaten* entscheiden, also ihrer Funktion nach Aufgaben wahrnehmen, die im Allgemeinen in die Zuständigkeit der Zivilgerichte fallen; dies scheine dem System des B-VG fremd zu sein. Überdies hielt der VfGH die in Prüfung gezogenen Bestimmungen für nicht hinreichend determiniert. Gegen die vorgesehenen Sanktionen hegte er auch das Bedenken, dass damit in *unverhältnismäßiger* Weise in das verfassungsgesetzlich geschützte Eigentumsrecht eingegriffen werde.¹²⁰

Das Urteil des VfGH konnte damals, aufgrund des Zeitdrucks zur Umsetzung der ÜbRL 2004 nicht abgewartet werden, wobei versucht wurde, die zum Teil sehr widersprüchlichen Ergebnisse des Begutachtungsverfahrens sowie vorbeugend auch die Bedenken des VfGH zu berücksichtigen.¹²¹

„Der Streit war heftig, dauerte Monate, entzweite sogar die damalige Regierung und machte Industrie-Doyen und Böhler-Chef Claus Raidl zum Erzfeind des damaligen Chefs der Übernahmekommission Peter Doralt. Das Übernahmegericht wurde dennoch – gegen den massiven Widerstand der Übernahmekommission – reformiert und die Schwelle für ein verpflichtendes Übernahmeangebot auf 30 Prozent hinaufgesetzt.“¹²²

5.1.3. Unmittelbare Kontrolle

Die unmittelbare kontrollierende Beteiligung ist nach § 22 Abs 2 ÜbG eine direkte Beteiligung an der Zielgesellschaft, die mehr als 30% der auf ständig stimmberechtigte Aktien entfallenden Stimmrechte vermittelt.

Durch die Neuregelung ist der Kontrollbegriff nunmehr vollkommen *unabhängig* von den konzernrechtlichen Regelungen in § 15 AktG und § 115 GmbHG¹²³. Es wird nur mehr auf

¹¹⁸ Vgl Gall, Angebotspflicht, 267 ff; Kaindl/Rieder, GesRZ 2006, 248; Winner, GesRZ 2007, 391 f.

¹¹⁹ Bundes-Verfassungsgesetz, BGBl 268/1925 idF BGBl 2/2008.

¹²⁰ VfGH 6.10.2006, G 151-153/05-17.

¹²¹ EB RV 1334 BlgNR 22. GP 3.

¹²² „Schon mit 25 Prozent hat man Kontrolle“, Die Presse, Finanzen vom 17.06.2010.

¹²³ GmbH-Gesetz, RGBI S 58/1906 idF BGBl I 10/1991.

ständig stimmberechtigte Aktien abgestellt. Der Anteil am Grundkapital, am Gewinn oder am Liquidationserlös ist *unerheblich*.

Daher bleiben Vorzugsaktien ohne Stimmrecht sogar dann *unberücksichtigt*, wenn ihr Stimmrecht nach § 12a Abs 2 AktG aufgelebt¹²⁴ ist. Dies gilt sowohl bei der Ermittlung der Grundgesamtheit der ständig stimmberechtigten Aktien, als auch bei der für die Ermittlung des Stimmrechtsanteils des potentiellen Kontrollaktionärs.¹²⁵ Satzungsmäßige Stimmrechtsbeschränkungen sind im Kontext des (formellen) Kontrollbegriffs auch nicht zu berücksichtigen, es sei denn die begründen eine Ausnahme gem § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG wegen fehlender Beherrschungsmöglichkeit. Bloß obligatorische (syndikatsvertragliche) Stimmrechtsbeschränkungen oder Ausübungshindernisse werden in diesem Zusammenhang gar nicht beachtet.¹²⁶

Eigene Aktien deren Stimmrechte gem §§ 65 ff AktG ruhen, bleiben gem § 22 Abs 6 ÜbG im gesamten 3. Teil des ÜbG betreffend Pflichtangebote und freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung außer Betracht.¹²⁷

Der Erwerb von Wandelschuldverschreibungen bleibt übernahmerechtlich *vorerst* ohne Konsequenz, da solche Obligationen keine eigene Aktiengattung darstellen und auch *kein* Stimmrecht vermitteln. Ferner verbrieften sie auch keinen Anteil am Grundkapital und kein Mitgliedschaftsrecht, sondern lediglich Gläubigerrechte. Sie sind eigene Wertpapiere des Kapitalmarkts. Die Ausübung des Gestaltungsrechts liegt im freien Ermessen des Obligationärs. Wird es nicht ausgeübt, erlischt das Recht mit Ende der Laufzeit und Auszahlung der Darlehenssumme samt Zinsen. Übt er es jedoch aus, erhält er Aktien der emittierenden Gesellschaft und wird dadurch zum *Mitglied* der AG. Sieht die Obligationsvereinbarung den Umtausch in stimmberechtigte Aktien vor erhält er dadurch auch Stimmrechte. Das Umtauschverhältnis wird bei Begebung der Obligation festgelegt. Zu einem Kontrollerwerb kann es daher nur *nach Ausübung* des Gestaltungsrechts kommen.¹²⁸

¹²⁴ S u Kapitel 4.3.1.

¹²⁵ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 183; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 11.

¹²⁶ Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG § 22 Rz 13.

¹²⁷ Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 16.

¹²⁸ Vgl *Baier*, "Creeping-in" Der Ausbau einer kontrollierenden Beteiligung im Sinne des Übernahmerechts, <[wertpapierrecht.at/CI/CI%20V%20D%202.3.%20Sonstige.htm](#)> Zugriff: 18.03.2010.

5.1.4. Mittelbare Kontrolle

Mittelbare Kontrolle liegt dann vor wenn eine kontrollierende Beteiligung über zumindest eine weitere zwischengeschaltete Gesellschaft vermittelt wird. § 22 Abs 3 ÜbG enthält zwei verschiedene Möglichkeiten einer solchen Vermittlung, den Grundtatbestand in Z 2 und einen Sonderfall in Z 1.¹²⁹

Der Grundtatbestand erfasst übliche Konzern- und Holdingstrukturen, bei denen die Obergesellschaft meistens eine nicht notierte AG oder ein sonstiger Rechtsträger, wie zB eine GmbH oder eine Privatstiftung, ist. Wegen der sehr unterschiedlichen Gestaltungsmöglichkeiten und der weitgehend verwirklichten Privatautonomie ist es in diesen Fällen daher nicht möglich, auf eine formelle Beteiligungsschwelle abzustellen. Deshalb kann bei solchen Rechtsträgern die Beteiligungshöhe *kein Indiz* für die Beherrschungsmöglichkeit sein, weshalb in diesen Fällen weiterhin der *materielle Kontrollbegriff* maßgeblich ist.¹³⁰

Der Sonderfall regelt Fälle in denen sowohl Zielgesellschaft als auch die Obergesellschaft, deren Aktien erworben werden, börsennotiert sind.¹³¹ In diesem Fall ist die formelle Kontrollschwelle von 30% auch für den mittelbaren Beteiligungserwerb heranzuziehen. Dh, dass nur dann eine Angebotspflicht auf beiden Ebenen besteht, wenn auch an der Obergesellschaft eine Beteiligung von mehr als 30% der auf ständig stimmberechtigte Aktien entfallenden Stimmrechte erlangt wird. Dies ist auch bei *Zwischenschaltung* einer nicht notierenden Zwischenholding der Fall. Hier kommt es entgegen des Wortlautes in § 22 ÜbG nicht auf eine unmittelbare Beteiligung zwischen Ober- und Zielgesellschaft an, da sonst die Gefahr einer *Umgehung* bestünde. Die Zwischenholding könnte entweder vor Kontrollerwerb durch verschmelzende Umwandlung jederzeit beseitigt werden oder durch nachträgliche Errichtung als Abwehrmaßnahme fungieren.¹³² Durch Ausnutzung dieser Wertungswidersprüche könnte die Anwendbarkeit des materiellen Kontrollbegriffs förmlich erzwungen werden und als Übernahmeschutz fungieren. So könnte etwa eine börsennotierte Holdinggesellschaft ihre mehr als 30%-ige Beteiligung an der Zielgesellschaft in eine von ihr zu 100% gehaltene GmbH einbringen.¹³³

¹²⁹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 184.

¹³⁰ Vgl *Koppensteiner*, Zurechnung von Beteiligungen im Wirtschaftsrecht, wbl 2005, 297; *Winner*, ÖJZ 2006, 661 f; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 185.

¹³¹ Vgl EB RV 1334 BlgNR 22. GP 13; *Koppensteiner*, wbl 2005, 297; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 184; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 18 f; *Hasenauer*, RdW 2007, 392.

¹³² Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 189; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 25.

¹³³ Vgl *Hasenauer*, RdW 2007, 394.

Z 1 leg cit stellt hier auf Sitz und Börsennotierung in Österreich ab. *Hasenauer* und *Huber/Alischer* sehen keinen verständlichen Grund auf eine inländische Börsennotierung abzustellen, weil es andernfalls unweigerlich zu *Wertungswidersprüchen*¹³⁴ komme, wie *Hasenauer* an einem Beispiel zwei verschiedener Fallkonstruktionen zeigt: Im ersten Fall werden 25% an einer in Österreich börsennotierten inländischen Holdinggesellschaft erworben, die wiederum zu mehr als 30% an einer in Österreich börsennotierten inländischen AG beteiligt ist, daher entsteht *keine* Angebotspflicht. Im zweiten Fall werden nur 25% an einer in Deutschland börsennotierten deutschen Holdinggesellschaft erworben, bei der eine faktisch *gesicherte* HV-Mehrheit besteht. Hier kommt es zu einer *Angebotspflicht* für die Aktien der in Österreich börsennotierten inländischen AG. Dies ist der Fall, da im zweiten Szenario eine *Auslandsnotierung* vorliegt und der materielle Kontrollbegriff zur Anwendung kommt, bei dem auf die Beherrschungsmöglichkeit abgestellt wird. In Deutschland besteht aber in diesem Fall keineswegs eine Angebotspflicht, da hier, wie in Österreich, stets die starre Kontrollschwelle von 30% maßgeblich ist. *Hasenauer* schlägt deshalb vor § 22 Abs 3 Z 2 so auszulegen, dass bei Vermittlung von Kontrolle durch eine börsennotierte ausländische Holdingsellschaft, die im Wesentlichen mit einer österreichischen vergleichbar ist, ein beherrschender Einfluss bei Überschreitung der formellen Kontrollschwelle von 30% der Stimmrechte an der börsennotierten ausländischen Holdinggesellschaft vorliegt.¹³⁵

In Deutschland ist die Verpflichtung zur Stellung eines Pflichtangebots aufgrund eines mittelbaren Kontrollerwerbs in § 35 dWpHG¹³⁶ geregelt. Der unmittelbare Kontrollerwerber, die Zwischengesellschaft, muss stets über eine Beteiligung von zumindest 30% verfügen. Für die Beurteilung der mittelbaren Kontrolle ist *stets* der materielle Kontrollbegriff entscheidend. Voraussetzung eines mittelbaren Kontrollerwerbs ist die Qualifikation der Zielgesellschaft als *Tochtergesellschaft*; dies ist der Fall wenn sie in den Konzernabschluss des Bieters einzubeziehen ist oder auf sie ein beherrschender Einfluss ausgeübt werden kann, vergleichbar zu § 244 UGB.¹³⁷

Auch nach dem ÜbRÄG 2006 ist nicht klar, wann ein beherrschender Einfluss vorliegt, denn § 22 Abs 3 Z 2 ÜbG regelt dies nicht näher. *Diregger/Kalss/Winner* gehen davon aus, dass gegenüber der alten Rechtslage keine Abweichungen vorliegen und daher zur Auslegung dieses Beherrschungstatbestandes auf die umfangreiche Praxis der ÜbK und die gesellschafts-

¹³⁴ Vgl *Huber/Alischer*, ecolex 2006, 575; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 24; *Hasenauer*, RdW 2007, 393; aA *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 188.

¹³⁵ Vgl *Hasenauer*, RdW 2007, 393.

¹³⁶ Wertpapierhandelsgesetz, dBGBI I 2708/1998 idF BGBI I 2512/2009.

¹³⁷ Vgl *Hasenauer*, RdW 2007, 392.

rechtliche Lit zum Abhängigkeitsbegriff zurückgegriffen werden kann.¹³⁸ Daher wird wie bisher jedenfalls dann ein *beherrschender Einfluss* vorliegen, wenn die Beteiligung faktisch die Mehrheit der Stimmrechte vermittelt und daher die Willensbildung der Gesellschaftsorgane entweder direkt oder indirekt durch Stimmrechtsausübung oder indirekt durch Wahl bzw Nominierung von Gesellschaftsorganen bestimmt werden kann. Liegt keine Stimmenmehrheit vor, kann trotzdem insb dann ein beherrschender Einfluss vorliegen, wenn mit ihnen *Sonderrechte*, wie zB Nominierungsrechte oder Entscheidungsbefugnisse, verbunden sind, es kommt daher auf die Möglichkeit zur Ausübung des Einflusses an. Bei mehrstöckigen Konstruktionen muss ein solcher Einfluss auf *jeder Stufe* gesondert geprüft werden. Mittelbare Kontrolle wird auch häufig von mehreren Rechtsträgern gemeinsam ausgeübt, hierher gehören Joint-Venture-Gestaltungen bzw die in einer Syndikatsholdinggesellschaft inkorporierten Syndikate.¹³⁹

„Um alle denkbaren in- und ausländischen Rechtsträger (zB Privatstiftungen) zu erfassen, spricht der Entwurf nicht nur von Anteilsrechten, sondern auch von sonstigen Rechten an einem Rechtsträger.“¹⁴⁰ In diesem Zusammenhang geht es bei Privatstiftungen nicht um den eigenen Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung, sondern darum, dass ein neuer Rechtsträger einen beherrschenden Einfluss über die Ausübung der Stimmrechte aus den von der Stiftung gehaltenen Aktien ausüben kann.¹⁴¹

5.1.5. Zurechnung und Hinzurechnung

§ 23 unterscheidet zwei Fälle der Erweiterung der Stimmrechtsberechnung. Wie auch im ÜbG 1999 kommt es bei gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern zu einer *wechselseitigen* Zusammenrechnung der Stimmrechte.¹⁴² Die Regelung knüpft an alle Fälle des gemeinsamen Vorgehens an, welches jetzt in § 1 Z 6 ÜbG geregelt ist. Folgedessen findet grundsätzlich eine Zurechnung *auch zulasten* von Parteien einer Stimmbindungsvereinbarung statt, die an der Kontrollerlangung mitwirken. Für diejenigen, die nicht mitwirken oder ihr Stimmrecht *auf Weisung* eines anderen Beteiligten ausüben, normiert Abs 3 leg cit eine *Ausnahme* von der Erstreckung der Bieterpflichten. Die Zurechnung erfolgt auch bei sonstigen Aktionärsrechten und mittelbaren oder unmittelbaren Kontrollmöglichkeiten aller Rechtsträger, freilich unter Vermeidung der Doppelzählung. Der Tatbestand der Zurechnung setzt nicht voraus, dass die

¹³⁸ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 185; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 20, *Hasenauer*, RdW 2007, 392.

¹³⁹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 186.

¹⁴⁰ EB RV 1276 BlgNR 20. GP 42.

¹⁴¹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 187.

¹⁴² Vgl EB RV 1276 BlgNR 20. GP 14 f; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 190.

gemeinsam vorgehenden Rechtsträger danach insgesamt eine kontrollierende Beteiligung halten.¹⁴³

Neu geregelt ist die Hinzurechnung, die nunmehr aufgrund einer Generalklausel im Gegensatz zu § 5 Abs 1 1.ÜbV, ergänzt durch eine demonstrative Aufzählung von, der Verordnung entstammender Einzeltatbeständen, die den Praxistest überstanden haben, erfolgt.¹⁴⁴ Dies ist dann der Fall, wenn *mangels Zusammenwirken* kein gemeinsames Vorgehen vorliegt, der Beteiligte aber die Ausübung der Stimmrechte *beeinflussen* kann. Im Unterschied zur Zurechnung werden bei der Hinzurechnung dem Bieter die Stimmrechte eines Dritten *einseitig* angerechnet, somit wird der Einflussmöglichkeit auf den Dritten in Ausübung seiner Stimmrechte Rechnung getragen.

Diese Unterscheidung entspricht auch dem Grundsatz aus der deutschen Parallelbestimmung des § 30 dWpÜG.¹⁴⁵

Die Einflussnahme auf einen Dritten kann entweder direkt oder indirekt erfolgen. Ein indirekter Einfluss kann zB dann gegeben sein, wenn zwischen dem Dritten und dem Zurechnungssubjekt wirtschaftliche Sanktions- oder Anreizmechanismen bestehen, die nicht auf vertraglich festgelegten Weisungs- oder Eingriffsbefugnissen im Zusammenhang mit den Stimmrechten basieren.¹⁴⁶ Dazu gehören Stimmrechte von Treuhändern des Bieters wie auch zB das Depotstimmrecht der Banken und Optionen, wenn dem Beteiligten schon vor ihrer Ausübung die Möglichkeit eingeräumt wird, die Ausübung des Stimmrechts zu beeinflussen.¹⁴⁷ „Eine Zurechnung kann nur bei bereits *existenten Aktien* erfolgen. Dies trifft etwa auf Aktien, die künftig und infolge Ausübung eines Wandlungsrechts aus einer Wandelschuldverschreibung begeben werden, nicht zu.“¹⁴⁸

¹⁴³ Vgl *Huber in Huber, ÜbG, § 23 Rz 13 ff.*

¹⁴⁴ Vgl EB RV 1276 BlgNR 20. GP 14 f; *Huber in Huber, ÜbG, § 23 Rz 17.*

¹⁴⁵ Vgl EB RV 1276 BlgNR 20. GP 14 f; *Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht*², Rz 190.

¹⁴⁶ Vgl *Huber in Huber, ÜbG, § 23 Rz 18.*

¹⁴⁷ Vgl EB RV 1276 BlgNR 20. GP 14 f; *Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht*², Rz 190.

¹⁴⁸ ÜbK v 26.1.2007, GZ 2007/3/1-35.

5.1.6. Kontrollschwelle des ÜbRÄG 2006

Die ÜbRL 2004, innerstaatliche Reformanliegen, die Stellungnahme des VfGH und der Wunsch börsennotierter AG und ihrer Interessensvertretungen nach einer „safe harbour“-Regelung, die zu größerer Planungssicherheit bei Transaktionen und zu besserer Vorhersehbarkeit der übernahmerechtlichen Folgen führen sollte, führten zur Reform der ÜbG.¹⁴⁹

Das Hauptanliegen war es eben diesen „safe harbour“, eine Beteiligungsschwelle unter dieser der Käufer „sicher“ ist, zu etablieren. Zur Erreichung dieses Anliegens musste ein Systemwechsel vom bisherigen materiellen Kontrollbegriff hin zu einem formellen vorgenommen werden.¹⁵⁰ Die Festlegung der Schwelle geht auf Art 5 der ÜbRL zurück und sorgte für heftige politische Diskussionen. Der ME ÜbRÄG 2006 sah noch alternativ Schwellen von 25% oder 30% als Grenzwerte vor. Um eine gesicherte Sperrminorität garantieren zu können, wurde ein rechtpolitischer Kompromiss geschlossen, der bei Überschreiten von 26% eine Mitteilungspflicht und ein partielles gesetzliches Ruhen der Stimmrechte anordnet. Erst bei Überschreiten der formellen Kontrollschwelle von 30%, die durch internationalen Vergleich festgelegt wurde, entsteht die Angebotspflicht.¹⁵¹ Im Unterschied zu den Parallelregelungen in Deutschland und Großbritannien gilt eine Beteiligung von genau 30% noch *nicht* als kontrollierend. Der Kontrollbegriff ist insofern *asymmetrisch* als es zwar über 30% Ausnahmen von der Angebotspflicht gibt, darunter aber trotz etwaiger Beherrschungsmöglichkeit *keine* Angebotspflicht besteht.¹⁵²

Damit lässt sich ein dreistufiges System erkennen:

- Das Erlangen einer Beteiligung, die weniger als 26% der auf die ständig stimmberechtigten Aktien entfallenden Stimmrechte vermittelt, bleibt – auch wenn damit ein Kontrollerwerb verbunden ist – übernahmerechtlich *gänzlich* ohne Folgen; die ÜbK hat keine Möglichkeit in irgendeiner Form einzugreifen.
- Vermittelt die erlangte Beteiligung zwischen 26 und 30% der auf ständig stimmberechtigten Aktien entfallenden Stimmrechte, können nicht mehr als 26% der Stimmrechte ausgeübt werden, es sei denn, einer der Ausnahmetatbestände des § 26 Abs 3 ÜbG ist gegeben oder die ÜbK hebt das *Ruhen* ganz oder teilweise auf, weil die von ihr gesetzten Auflagen oder Bedingungen durch den Erwerber der Betei-

¹⁴⁹ EB RV 1334 BlgNR 22. GP 3.

¹⁵⁰ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 180; Winner, ÖJZ 2006, 44; Winner, GesRZ 2007, 392.

¹⁵¹ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 180; Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 6 ff; Hasenauer, Zum Kontrollbegriff beim mittelbaren Beteiligungserwerb nach dem ÜbG, RdW 2007, 391.

¹⁵² Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 10 ff; Winner, GesRZ 2007, 393.

ligung erfüllt werden. Ein Pflichtangebot kann die ÜbK auch in diesem Fall nicht anordnen.

- Erst ab Erlangen einer Beteiligung von *mehr* als 30% der auf ständig stimmberechtigten Aktien entfallenden Stimmrechte löst die Verpflichtung zur Stellung eines Angebots aus, es sei denn, es liegt ein Ausnahme- (§ 24 ÜbG) oder Anzeigetatbestand (§ 25 ÜbG) vor.¹⁵³

Gem § 27 Abs 1 Z 1 ÜbG kann der Schwellenwert von 30% in der Satzung der Zielgesellschaft herabgesetzt werden, eine Abschaffung ist aber nicht möglich, da es im ÜbG auf Tatbestandsebene keinen materiellen Kontrollbegriff mehr gibt. Eine solche Herabsetzung dient den Aktionären als Übernahmeschutz. Sie bedarf einer qualifizierten Mehrheit bei der Beschlussfassung; erhöht werden kann sie nur durch Zustimmung aller Inhaber von Beteiligungspapieren. Als Obergrenze gilt freilich die formelle Kontrollschwelle von 30%.¹⁵⁴ In Österreich findet sich eine solche Satzungsbestimmung nur bei der Erste Group Bank AG, sie legt den Schwellenwert für das Vorliegen einer kontrollierenden Beteiligung auf 20% fest.¹⁵⁵

5.1.7. Kritik am Kontrollbegriff

„Die wohl zentrale Frage des Übernahmerechts ist: nach welchen Kriterien sich eine kontrollierende Beteiligung bemessen soll? Das Ziel des Übernahmerechts ist auf den Schutz von Minderheitsgesellschaftern vor einem kontrollierenden (übermächtigen) Großaktionär gerichtet, indem ihnen die Möglichkeit eröffnet wird, ihre Anteile an diesen Aktionär zu einem *fairen* Preis zu verkaufen. Ob ein Großaktionär kontrollierend ist, hängt nicht nur von der Höhe der von ihm gehaltenen Beteiligung, sondern darüber hinaus von einer Fülle weiterer Faktoren ab, wie insb der Existenz weiterer Großaktionäre, der Gestaltung von Syndikatsverträgen, dem Ausmaß des Streubesitzes und der Vertretung bei Hauptversammlungen, etc.“¹⁵⁶

Als erster Kritikpunkt an der formellen Kontrollschwelle von 30% ist die *geringe* Hauptversammlungspräsenz in Österreich zu erwähnen. Die vielfach¹⁵⁷ zitierte Studie der Wiener

¹⁵³ Vgl *Kaindl/Rieder*, GesRZ 2006, 250.

¹⁵⁴ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 191.

¹⁵⁵ <erstegroup.com/Über_uns/Satzung>, Zugriff: 21.01.2010; <takeover.at/emittenten.html>, Zugriff: 21.01.2010.

¹⁵⁶ *Schima*, Stellungnahme der Österreichischen Rechtsanwaltskammer v 30.1.2006, 8, GZ B10.070G/0008-I 3/2005.

¹⁵⁷ StenProt, 29.03.2006, 142 Sitzung, GP 22; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 180; *Winner*, ÖJZ 2006, 661; *Kaindl/Rieder*, GesRZ 2006, 250 f; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 6.

Börse 2004, basierend auf den Berechnungen der ÜbK¹⁵⁸, über Hauptversammlungspräsenzen in Österreich, zeigt eine durchschnittliche Präsenz von 12-18% des Streubesitzes¹⁵⁹. Eine weitere Studie der ÜbK für den Zeitraum von 2005-2008 zeigt eine durchschnittliche Streubesitzpräsenz zwischen 11 und 13,5% wobei das Stimmgewicht¹⁶⁰ des *Streubesitzes* noch stärker schwankt und 2007 auf nur 8% fällt. Das bedeutet, dass **92%** der in der Hauptversammlung ausgeübten Stimmrechte von Aktionären ausgeübt werden, die *mehr als 5%* der Stimmrechte halten. Das enorme Stimmrechtspotential des Streubesitzes bleibt also weitgehend ungenutzt. Die HV-Präsenzen sind bei Gesellschaften, die im ATX-Prime notieren, widererwartet noch geringer und liegen zwischen 7,77 und 10,72%.¹⁶¹ Im internationalen Vergleich lagen die Streubesitzpräsenzen 2004 in Deutschland bei rund 26% und in Großbritannien zwischen 40 und 50%.¹⁶² ME erscheint diesen Ergebnissen zufolge eine formelle Kontrollschwelle von 30% in Österreich *nicht geeignet* den Schutz der Minderheitsgesellschafter zu gewährleisten. NR-Abg *Mag Johann Maier* (SPÖ) dazu: „Eine Grundannahme des Entwurfs, dass man eine österreichische börsennotierte Gesellschaft mit weniger als 30 Prozent nicht beherrschen kann, ist nach Meinung des OGH¹⁶³ unrichtig.“¹⁶⁴

Die Meinungen über die Legitimität der 30% Schwelle gehen *stark* auseinander. Die Befürworter¹⁶⁵ bringen dazu meist drei Punkte vor: Internationale Konformität, Erhöhung der Rechts- und Planungssicherheit und die Ermöglichung von Kernaktionärsstrukturen

¹⁵⁸ Die Daten dafür werden kontinuierlich aus den HV-Protokollen erhoben. (*Winner in Jarolim*, das neue Aktienrecht - Dialog im Parlament, <jarolim.at/media/file/28_Das_neue_Aktienrecht.pdf>, Zugriff: 01.02.2010.)

¹⁵⁹ Erste Stellungnahme der ÜbK zum ME eines ÜbRÄG 2006, 9.

¹⁶⁰ Alle ausübaren Stimmen abzüglich der von Nicht-Streubesitzaktionären gehaltenen Anteile.

¹⁶¹ *Winner in Jarolim*, das neue Aktienrecht - Dialog im Parlament, <jarolim.at/media/file/28_Das_neue_Aktienrecht.pdf>, Zugriff: 01.02.2010.

¹⁶² Vgl Erste Stellungnahme der ÜbK zum ME eines ÜbRÄG, 8.

¹⁶³ Leider ohne weitere Angaben.

¹⁶⁴ StenProt, 29.03.2006, 142 Sitzung, GP 22.

¹⁶⁵ <aktienforum.org/prod_images/Übernahmegeresetz_Neu_Für_mehr_Rechtssicherheit_internationale_Konformität_Kernaktionäre_und_mehr_Markt.pdf>, <aktienforum.org/prod_images/Stellungnahme_UEbRAEG_2006_743c1d1246097453640665b8874a9402.pdf>, Zugriff: 10.01.2010, ÖVP, FPÖ (StenProt, 29.03.2006, 142 Sitzung, GP 22).

- Internationale Konformität

Es wird argumentiert, dass in allen EU-Mitgliedsstaaten fixe Beteiligungsschwellen von mindestens 30%,¹⁶⁶ abgesehen von Spanien mit 25%, vorliegen. Als kleiner Kapitalmarkt sollte Österreich daher, konform mit dem europäischen „Mainstream“, auch eine solche Beteiligungsschwelle beibehalten.¹⁶⁷ In der parlamentarischen Behandlung¹⁶⁸ sprach NR-Abg *Mag Peter Michael Ikrath* (ÖVP) davon, dass eine Schwelle von 30% *europäischer Standard* sei und verteidigte damit den Standpunkt seiner Partei. Außerdem rechtfertigte er diese Maßnahmen mit der Umsetzung der EG-Richtlinie sowie den Anforderungen des VfGH und der Forderung der Interessensvertretungen nach mehr Rechtssicherheit. Das Aktienforum hingegen argumentiert dazu, dass „die Begründung einer niedrigeren Schwelle mit den in Österreich niedrigen HV-Präsenzen deswegen nicht überzeugt, weil nicht anzunehmen ist, dass auch in allen anderen Mitgliedstaaten so hohe HV-Präsenzen wie im immer wieder zitierten England zu verzeichnen sind. Die jüngste Initiative der EU („Shareholders Rights Proposal“) lässt eher vermuten, dass das Problem der niedrigen HV-Präsenzen ein gesamteuropäisches ist. Es ist auch zu erwarten, dass auf Grund der EU-Initiative hier eine Besserung stattgreifen wird.“¹⁶⁹ Vielfach wird auch argumentiert, dass die Neuerungen¹⁷⁰ des ARÄG 2009¹⁷¹ zu einer Verbesserung und internationalen Angleichung der Streubesitzpräsenzen führen werden und eine Angleichung der Kontrollschwelle an die derzeitigen HV-Präsenzen nicht nötig ist.¹⁷²

Die hier angeführten Argumente zur internationalen Konformität der Kontrollschwelle, beachten nicht die unterschiedlichen nationalen Gegebenheiten. Bei der Festsetzung der Kontrollschwelle ist auf die *Kontrollmöglichkeit* abzustellen, die sich aus den HV-Präsenzen eruiieren lässt. Wie bereits oben gezeigt, liegen die HV-Präsenzen in Deutschland und Großbritannien *weit* über jenen in Österreich.¹⁷³ Dazu *Schima* in der Stellungnahme der Rechtsanwalts-

¹⁶⁶ Deutschland und Großbritannien 30%, Frankreich und Schweiz 33%, Portugal und Dänemark 33%-50%, Norwegen 40% und Finnland 67%. (Vgl Commission Staff Working Document, Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids vom 21.07.2007, SEC(2007) 268, <https://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf>, Zugriff: 07.05.2010).

¹⁶⁷ Vgl *Winner* in *Jarolim* (Hrsg.), das neue Aktienrecht - Dialog im Parlament, <jarolim.at/media/file/28_Das_neue_Aktienrecht.pdf>, Zugriff: 01.02.2010.

¹⁶⁸ StenProt, 29.03.2006, 142 Sitzung, GP 22.

¹⁶⁹ <aktienforum.org/prod_images/Stellungnahme_UEbRAEG_2006_743c1d1246097453640665b8874a9402.pdf>, Zugriff: 10.01.2010.

¹⁷⁰ Stimmrechtsvertretung, Fernabstimmung, Depotbestätigung, Teilnahmeberechtigung. (*Bachner/Doralik*, Die neue EU-Richtlinie über Aktionärsrechte und ihre Auswirkungen auf das österreichische Aktienrecht, GesRZ 2007, 104.).

¹⁷¹ BGBl I 71/2009.

¹⁷² *Bydlinski* S in *Jarolim*, das neue Aktienrecht - Dialog im Parlament, <jarolim.at/media/file/28_Das_neue_Aktienrecht.pdf>, Zugriff: 01.02.2010.

¹⁷³ *Winner*, ÖJZ 2006, 661.

kammer¹⁷⁴: „Im Ergebnis würde eine derartige Regelung bei einer durchschnittlichen Betrachtung einer völligen Abschaffung des Übernahmerechts gleichkommen.“ Weiters wäre die „Opferung des zentralen Anliegens des Übernahmerechts zugunsten von Partikularinteressen (Forderungen der Wirtschaft) unverzeihlich und würde für Österreich mit einem Schlag den Rückfall von einem international beachteten Vorbildgesetz in den Status der kapitalmarktpolitischen Krabbelstube bedeuten.“ Ferner schreibt *Schima* dass als Reaktion auf die Umstände des Falls „Böhler-Uddeholm“ (und auf intensives Lobbying) der Entwurf aber weit über das Ziel hinaus schieße und durch weitgehende Verabschiedung vom materiellen Kontrollbegriff („safe harbour“) und Ausklammerung des passiven Kontrollerwerbs geradezu an den Grundfesten eines kapitalmarktpolitisch effektiven Übernahmerechtes rüttle.

Auch NR-Abg *Dr Johannes Jarolim* (SPÖ) entgegnet dem Argument, dass 30% europäischer Standard sei, dass es seiner Meinung nach an der *Vergleichbarkeit* mangle. Ferner gehe es in dem Falle nicht um die Höhe der Schwelle, sondern um die HV-Mehrheiten im jeweiligen Land, auf Basis derer der Schwellenwert festgelegt werden sollte. Nach *Maier* (SPÖ) ist der Vergleich der Börsenplätze London oder Paris mit Wien, aufgrund verschiedener Strukturen, absolut *untauglich*. Außerdem diene dieses Gesetz nicht dem Schutz der schutzwürdigen Minderheitsaktionäre, sondern bloß bestimmten ÖVP-nahen Interessengruppen, also einigen Großaktionären und dem Großkapital. Ebenso sieht NR-Abg *Mag Terezija Stojsits* (Grüne) einen Mangel an Vergleichbarkeit bei dem Argument der internationalen Konformität aufgrund der „völlig anderen Strukturen“ an der österreichischen Börse als in anderen Ländern. Hier sollen nicht „Äpfel mit Birnen vermischt werden“. Die ÜbRL schreibe zwar die Festsetzung eines bestimmten Prozentsatzes nach den Vorschriften des Mitgliedstaats vor, die Schwelle von 26% wäre aber lediglich eine Interpretation zur Befriedigung *lobbyistischer* Interessenvertretungen.¹⁷⁵

Genauso empfindet die ÜbK¹⁷⁶ die Kontrollschwelle als *zu hoch*, da in Österreich mit einer Beteiligung von über 20% *auf jeden Fall* eine kontrollierende Beteiligung vorliegt und daher ein Kernaktionär¹⁷⁷, der zwischen 20 und 30% der Anteile hält, praktisch *uneingeschränkt* Aufsichtsratsmitglieder und mittelbar Vorstandsmitglieder seines Vertrauens bestellen und über den Zustimmungsvorbehalt des Aufsichtsrats zu wichtigen Geschäften (§ 95 Abs 5 AktG) die Strategie der Gesellschaft steuern kann. Durch die mittelbare Kontrolle

¹⁷⁴ *Schima*, Stellungnahme der Österreichischen Rechtsanwaltskammer v 30.1.2006, 8.

¹⁷⁵ StenProt, 29.03.2006, 142 Sitzung, GP 22.

¹⁷⁶ Erste Stellungnahme der ÜbK zum ME eines ÜbRÄG, 8.

¹⁷⁷ Kontrollierende oder zu einem beträchtlichem Ausmaß beteiligte Aktionäre oder Aktionärsgruppen, denen aber die Kontrolle im gesellschaftsrechtlichen Sinn (>50%) über die Zielgesellschaft nicht möglich ist. (*Gall, Angebotspflicht*, 33).

über den Vorstand hat der Halter der kontrollierenden Beteiligung auch Einfluss auf die Entscheidung über die Person des Abschlussprüfers, was echte Bedenken aufkommen lassen sollte.¹⁷⁸ „Die Bestimmung ist in dieser Form nach Auffassung der ÜbK rechtspolitisch verfehlt; sie würde nur dann Sinn machen, wenn die Schwelle *wesentlich tiefer* angesetzt würde, zB bei 20%.“¹⁷⁹

Fraglich ist auch inwiefern sich die Neuerungen des ARÄG 2009 auf die Hauptversammlungspräsenzen auswirken und welche Prozentsätze realistisch sind. Zum heutigen Stand der Dinge hätte ein 30%-Kernaktionär, dem ein Streubesitz von 70% mit einer HV-Präsenz von statistisch 11% gegenübersteht, aufgrund eines Stimmverhältnisses von 30:8, immer eine qualifizierte Mehrheit. Mit dieser $\frac{3}{4}$ -Mehrheit kann der Kernaktionär dann *sämtliche Satzungsänderungen*, insb Kapitalmaßnahmen sowie Umgründungsschritte, beschließen. Um ein gleiches Stimmverhältnis zu erreichen, müsste die Präsenz des Streubesitzes auf **42%** ansteigen was einer *Vervierfachung* gleichkomme.¹⁸⁰ Eine reale Erhöhung der HV-Präsenzen kann daher nur durch Aktivierung ausländischer institutioneller Investoren bewirkt werden, da jene bekanntlich den *überwiegenden* Anteil der Aktien an österreichischen börsennotierten Unternehmen halten. Meistens sind ausländische institutionelle Anleger große Pensionsfonds oder Investmentfonds, für die der österreichische Kapitalmarkt nur einer von vielen ist, die im Wettbewerb um ihr Kapital stehen.¹⁸¹

Als Erleichterung zur Stimmabgabe und Teilnahme bei der HV sollen die Abstimmung per Brief nach § 127 AktG und die Möglichkeit der elektronischen Abstimmung nach § 126 AktG dienen. Nachteil der Briefwahl ist, dass die Stimme im Vorfeld der HV abzugeben ist, und so nicht auf die Entwicklungen in der HV reagiert werden kann. Die Möglichkeit der elektronischen Stimmabgabe ist an eine entsprechende Satzungsbestimmung gebunden, was wieder im Einfluss des Kernaktionärs liegt.¹⁸² „Allein die leichtere Überwindung der räumlichen Distanz, zB durch virtuelle Hauptversammlungen, wird nicht genügen, weil die Veranlagung in österreichische Titel im Portfolio internationaler Inverstoren *zu unbedeutend* ist, um eine aktiver Aktionärsrolle dieser Anleger zu rechtfertigen.“¹⁸³

¹⁷⁸ Vgl Kaindl/Rieder, GesRZ 2006, 250.

¹⁷⁹ ÜbK Jahresbericht 2009, 6.

¹⁸⁰ Vgl Winner in Jarolim, das neue Aktienrecht - Dialog im Parlament, <jarolim.at/media/file/28_Das_neue_Aktienrecht.pdf>, Zugriff: 01.02.2010.

¹⁸¹ Vgl Winner, Zielgesellschaft, 22.

¹⁸² Vgl Winner in Jarolim (Hrsg.), das neue Aktienrecht - Dialog im Parlament, <jarolim.at/media/file/28_Das_neue_Aktienrecht.pdf>, Zugriff: 01.02.2010, Bachner/Doralik, GesRZ 2007, 102; Eigner/Winner, Die elektronische Hauptversammlung – Eine Bestandsaufnahme nach geltendem Recht und der neuen Aktionärsrechte-Richtlinie, ÖBA 2008, 43.

¹⁸³ Winner, GesRZ 2007, 394.

Auch das Argument, dass die Streubesitzpräsenzen nur in nicht ausschlaggebenden ordentlichen HV so gering und bei kontrollrelevanten, insb streitigen Versammlungen, viel höher sind, überzeugt nicht. Zum Ersten fehlen derartige empirische Daten und zum Zweiten finden sehr kontrollrelevante Beschlüsse, wie die Wahl der Aufsichtsratsmitglieder, in ordentlichen HV statt, deren niedrigen Präsenzen bereits eingehend erörtert wurden.¹⁸⁴

Winner würde bereits eine Absenkung auf 25% als einen Schritt in die richtige Richtung sehen, der aber trotz alledem allenfalls einen Kompromiss darstellen würde. Darauf hat auch die ÜbK¹⁸⁵ hingewiesen.¹⁸⁶ *Schima* schlägt mehrere Varianten vor: Entweder die gänzliche Abschaffung der „safe harbour“-Regelung und die Rückkehr zum materiellen Kontrollbegriff, was europarechtlich aufgrund des Art 5 Abs 3 ÜbRL unproblematisch wäre, oder die Wahlmöglichkeit des kontrollierenden Aktionärs, unter einer Schwelle von 25%, zwischen der Legung eines Übernahmeangebots und dem Verzicht auf die Ausübung eines von der ÜbK zu bestimmenden Teils seiner Stimmrechte. Als etwas mildere Methoden sieht er die Festlegung einer „safe harbour“-Regelung mit einer Kontrollschwelle von höchstens 10%, die entweder durch Gesetz oder durch Satzungsbestimmung der Zielgesellschaften festzulegen sind.¹⁸⁷

Problematisch erscheint in diesem Zusammenhang auch die *Richtlinienkonformität* des Kontrollbegriffs und dessen Umsetzung. Art 5 Abs 1 ÜbRL stellt auf einen „mittelbar oder unmittelbar Kontrolle begründenden Anteil an den Stimmrechten der Gesellschaft“ ab. Der konkrete Prozentsatz, der Kontrolle iSd Abs 1 begründet, ist nach Abs 3 von dem Mitgliedstaat festzulegen, in dem die jeweilige Zielgesellschaft ihren Sitz hat.¹⁸⁸ „Diese Kompetenz bedeutet freilich *keinen Freibrief* für den nationalen Gesetzgeber“.¹⁸⁹ „Daher kann dieser Bestimmung *nicht* durch Festlegung eines Prozentsatzes entsprochen werden, der so hoch ist, dass trotz Nichterreichens dieser Schwelle in vielen Fällen die *Kontrolle* erlangt wird.“¹⁹⁰ „Dies spricht dafür, dass europarechtlich die Schwelle so zu wählen ist, dass bei einem Kontrollwechsel regelmäßig oder doch im Durchschnittsfall ein Pflichtangebot zu legen ist. Letztlich muss der EuGH entscheiden, ob die Auslösungsschwelle im nationalen Recht dem Zweck der RL angemessen festgelegt wurde.“¹⁹¹ Zur Rechtfertigung kann Art 3 Abs 2 ÜbRL nicht dienen, da dieser nur *strenge* Bestimmungen, als in der RL vorgesehen, zulässt. Außerdem müssen sie den Minderheitsaktionären zum *Schutz* dienen, was man von dieser Kontroll-

¹⁸⁴ Vgl *Winner*, GesRZ 2007, 394.

¹⁸⁵ Erste Stellungnahme der ÜbK zum ME eines ÜbRÄG, 11.

¹⁸⁶ Vgl *Winner*, GesRZ 2007, 394.

¹⁸⁷ Vgl *Schima*, Stellungnahme der Österreichischen Rechtsanwaltskammer vom 30.1.2006, 10.

¹⁸⁸ Vgl *Kaindl/Rieder*, GesRZ 2006, 251; *Winner*, GesRZ 2007, 394.

¹⁸⁹ *Diregner/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 181.

¹⁹⁰ *Kaindl/Rieder*, GesRZ 2006, 251.

¹⁹¹ *Winner*, GesRZ 2007, 394; vgl auch Erste Stellungnahme der ÜbK zum ME eines ÜbRÄG, 10.

schwelle nicht behaupten kann. Weiters ist die RL absichtlich als „Rahmenrichtlinie“ ausgestaltet, um den Mitgliedsstaaten zu ermöglichen, auf nationale Besonderheiten einzugehen, wie insb im Fall der *geringen* HV-Präsenzen in Österreich.¹⁹²

- **Erhöhung der Rechts- und Planungssicherheit**

Durch Einführung der formellen Kontrollschwelle kann ein Investor, der weniger als 30% der Stimmrechte an einem Unternehmen hält, strategisch besser vorausplanen und ist dabei sicher vor einer etwaigen Angebotspflicht. Zu Zeiten des materiellen Kontrollbegriffs konnte oft niemand abschätzen, wann es zu einer Angebotspflicht kommt, da oft sehr komplexe Unternehmensstrukturen vorlagen.¹⁹³ Der Fall „Böhler-Uddeholm“ verdeutlicht diesen dem ursprünglichen Kontrollbegriff inhärenten „Überraschungseffekt“.¹⁹⁴

„Auch das Argument des Bedarfs nach erhöhter Rechtssicherheit erfordert nicht die *gänzliche* Abschaffung materieller Kriterien, zumal im Wirtschaftsrecht in zahlreichen Fällen eine kontrollierende Beteiligung bzw ein beherrschender Einfluss auch sonst gravierende Rechtsfolgen auslöst, beispielsweise im Kartell- oder Eigenkapitalersatzrecht.“¹⁹⁵

Gegen das Argument der Rechtssicherheit bringt *Schima* vor, dass „ein rein formeller Kontrollbegriff, der sich bloß an einem *einzigem* Faktor, nämlich dem Beteiligungsausmaß, orientiert, schafft zwar für den Bieter Rechtssicherheit und erleichtert die Kalkulation seiner Investition, kann jedoch der vielschichtigen Realität nicht gerecht werden und würde die Zwecke eines modernen, den Kapitalmarkterfordernissen Rechnung tragenden Umwandlungsrechtes verfehlen.“¹⁹⁶ Deshalb gibt auch die ÜbRL vor, dass die Regelung „flexibel sein und neu auftretende Umstände umfassen können soll“, was eine starre Kontrollschwelle *wohl nicht* kann.¹⁹⁷ *Winner* spricht von „dem Durchsetzen des Wunsches nach größerer Planungssicherheit bei Transaktionen von Aktienpaketen auf Kosten der Einzelfallgerechtigkeit.“¹⁹⁸

¹⁹² Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 7.

¹⁹³ Vgl <aktenforum.org/prod_images/Übernahmegeresetz Neu: Für mehr Rechtssicherheit, internationale Konformität, Kernaktionäre und mehr Markt>, Zugriff: 10.01.2010.

¹⁹⁴ Vgl *Kaindl/Rieder*, GesRZ 2006, 249.

¹⁹⁵ Erste Stellungnahme der ÜbK zum ME eines ÜbRÄG, 11.

¹⁹⁶ *Schima*, Stellungnahme der Österreichischen Rechtsanwaltskammer vom 30.1.2006, 7.

¹⁹⁷ Vgl *Schima*, Kontrollerwerb ohne Kontrolle, Die Presse, Rechtspanorama vom 06.02.2006.

¹⁹⁸ *Winner*, ÖJZ 2006, 661.

- **Ermöglichung von Kernaktionärsstrukturen**

Um den Wirtschaftsstandort Österreich *sichern* zu können und vor feindlichen Übernahmen aus dem Ausland zu *schützen*, muss die Kernaktionärsstruktur gewahrt bleiben. Nur so können die im internationalen Vergleich kleinen aber sehr erfolgreichen österreichischen Unternehmen erhalten werden. Das Übernahmerekht darf daher diesen wirtschaftspolitischen Zielen nicht entgegenstehen.¹⁹⁹ *Ikrath* (ÖVP) rechtfertigt die Erhaltung der Kernaktionärsstruktur in Österreich damit, dass davon auch Kleinaktionäre, in Form von einer stabilen Weiterentwicklung, steigenden Aktienkursen und entsprechenden Dividendenausschüttungen, profitieren würden. Sichergestellt wird deren kontinuierliches und nachhaltiges Bestehen durch die Möglichkeit Syndikats- oder Stimmbindungsverträge bis zur Grenze eines Gleichordnungssyndikats vereinbaren zu können. Die ehemalige Justizministerin *Mag Karin Gastinger* (BZÖ) begründete die Kontrollschwelle und den Schutz der österreichspezifischen Kernaktionärsstruktur mit der Höhe der Sperrminorität, die bei 25% der Stimmrechte liegt und vielfach zur *Sicherung* vor feindlichen Übernahmen diene. Kernaktionäre wären daher schützenswert, wobei die formelle Kontrollschwelle hierbei für die nötige Rechtssicherheit sorge. Dem Kleinaktionärsschutz wurde ihrer Meinung nach mit der Streichung des Preisabschlags beim Übernahmangebot Sorge getragen.²⁰⁰

Dagegen bringt die ÜbK²⁰¹ vor, dass der privilegierte Kernaktionär, in gleichheitswidriger Weise, seine Beteiligung und damit die faktische Beherrschung frei, mit einem beliebigen Paketzuschlag, über dem Börsekurs verkaufen kann, ohne Minderheitsaktionäre an der Kontrollprämie partizipieren zu lassen. Der Mehrwert über dem Börsekurs, der bei einem Verkauf der Beherrschungsmöglichkeit häufig erzielbar ist und der grundsätzlich *allen* Aktionären gleichmäßig zustehen sollte, fällt nunmehr dem Kontrollaktionär *allein* zu. In der Praxis zeigte sich, dass die dadurch geschaffene Möglichkeit, unter der Kontrollschwelle einen Paketzuschlag zu lukrieren, zusätzlich einen Anreiz liefert an den Bestbieter zu verkaufen. Finanzinvestoren, die ohnehin ihre Beteiligung früher oder später gewinnmaximierend veräußern wollen, legen dabei *keinen Wert* darauf, ob der Käufer Ausländer oder Inländer ist. Die formelle Kontrollschwelle ist daher *nicht geeignet* österreichische Kernaktionärsstrukturen zu erhalten bzw zu fördern.²⁰²

Damit wird ein in Europa allgemein anerkanntes Prinzip aufgegeben. Den Minderheitsak-

¹⁹⁹ Vgl <aktienforum.org/prod_images/Übernahmegesetz Neu: Für mehr Rechtssicherheit, internationale Konformität, Kernaktionäre und mehr Markt>, Zugriff: 10.01.2010.

²⁰⁰ StenProt, 29.03.2006, 142 Sitzung, GP 22.

²⁰¹ ÜbK Jahresbericht 2005, 10.

²⁰² ÜbK Jahresbericht 2005, 5.

tionären wird damit weder eine „Exit-Möglichkeit“ gewährt, noch wird der Paketzuschlag mit ihnen geteilt, was aber eigentlich laut Mat²⁰³ ein erklärt Regelungsziel der ÜbG ist.²⁰⁴ Nach Winner war das politische Ziel der Novelle, „die Bildung österreichischer Kernaktionärsgruppen zu ermöglichen, ohne dass diese ein teures Übernahmangebot für alle Aktien abgeben müssen.“²⁰⁵

Das ÜbG kann auch mit einer Kontrollschwelle von 30% österreichische Unternehmen nicht vor feindlichen Übernahmen schützen, da es ja ausländische und inländische Kernaktionäre in gleicher Weise privilegiert, was schon zum Teil europarechtlich geboten ist. Viel problematischer ist, dass dadurch auch *nicht-europäischen* Investoren der „billige“ Einkauf ermöglicht wird, und es dadurch zu einer nicht ungefährlichen Kontrolle österreichischer Kernsektoren kommen kann.²⁰⁶

- **Fazit**

Eine Lösung für das Problem um die formelle Kontrollschwelle wäre mE ein Ruhen kontrollbegründender Aktien (auch Vorzugsaktien mit aufgelebtem Stimmrecht) vor Erreichen des Grenzwertes; ein sozusagen „vorgelagerter“ materieller Kontrollbegriff. In diesen Fällen würden jene Stimmrechte ruhen, solange eine Kontrollmöglichkeit besteht; eine Angebotspflicht würde weiterhin erst bei Überschreiten der formellen Prozentgrenze ausgelöst werden. Mit einer solchen Maßnahme könnten Rechtssicherheit in Form eines „safe harbour“ und Minderheitsschutz unter einen Hut gebracht werden. Argumente wie Unfinanzierbarkeit und Schutz der „gesicherten Sperrminorität“ wären in diesem Fall entkräftet. Da die weiter oben angeführten Maßnahmen in naher Zukunft wahrscheinlich nicht zu einer gravierenden Änderung in den HV-Präsenzen führen werden, ist zusätzlich zum Ruhen kontrollbegründender Stimmrechte die Absenkung der Kontrollschwelle wohl die beste und einzige Lösung zum Schutz von Minderheitsaktionären²⁰⁷.

²⁰³ EB RV 1276 BlgNR 20. GP Allgemeiner Teil.

²⁰⁴ Vgl Schima, Kontrollerwerb ohne Kontrolle, Die Presse, Rechtspanorama vom 06.02.2006, Kaindl/Rieder, GesRZ 2006, 250.

²⁰⁵ Winner, ÖJZ 2006, 661; Winner, GesRZ 2007, 395.

²⁰⁶ Vgl Schima, Kontrollerwerb ohne Kontrolle, Die Presse, Rechtspanorama vom 06.02.2006, Kaindl/Rieder, GesRZ 2006, 250, Winner, GesRZ 2007, 395.

²⁰⁷ Alle an der Zielgesellschaft beteiligten Anleger, denen nach Kontrollwechsel oder –erlangung ein Pflichtangebot zu unterbreiten ist. (Gall, Angebotspflicht 34).

5.2. Auslösetatbestände

5.2.1. Kontrollerlangung

5.2.1.1. Begriff

§ 22 Abs 1 ÜbG spricht vom Erlangen einer unmittelbar oder mittelbar kontrollierenden Beteiligung an der Zielgesellschaft als Auslöser eines Pflichtangebots. Der Begriff des „Erlangens“ ist vom Gesetzgeber bewusst gewählt, wie aus den EB RV 1999 hervorgeht, und soll die *Irrelevanz* der Art des Zustandekommens der kontrollierenden Beteiligung verdeutlichen. Als Beispiele dafür werden in den Mat der Pakethandel, der Aufkauf über die Börse oder schuldrechtliche Vereinbarungen, etwa der Abschluss eines Syndikatsvertrags, genannt.²⁰⁸ Aus der Systematik des ÜbG lässt sich erkennen, dass der Hauptanwendungsfall der entgeltliche Erwerb eines Aktienpakets ist, wie aus den Preisfindungsregeln des § 26 ÜbG hervorgeht. Trotzdem ist es irrelevant ob der Erwerb entgeltlich oder unentgeltlich erfolgt oder ob absichtlich oder unabsichtlich Kontrolle erlangt wird, wie sich aus § 25 Abs 1 Z 3 ergibt.²⁰⁹ Weiters ist unerheblich ob der Erwerb börslich oder außerbörslich vorgenommen wird.²¹⁰ Es wird also nicht auf den *Eigentumserwerb*, sondern vielmehr auf die *Änderung der Einflussmöglichkeiten auf Aktien*, die die Kontrolle vermitteln, abgestellt. Dies zeigte sich in § 22 ÜbG aF, der Sondertatbestände für die Kontrollerlangung ohne Aktienerwerb normierte.²¹¹

Wie man sieht, ist der Auslösetatbestand für die Angebotspflicht sehr weit gefasst und geht auch über das von Art 5 Abs 1 ÜbRL geforderte Maß hinaus, da das ÜbG auf das Erlangen und nicht auf den Erwerb abstellt. In diesem Fall ist die österreichische Umsetzung *nicht richtlinienwidrig*, da es sich erstens um eine bloße Rahmenrichtlinie handelt und zweitens Art 3 Abs 2 ÜbRL strengere Bestimmungen in den Mitgliedsstaaten zulässt, sofern dadurch Minderheitsaktionäre besser geschützt werden.²¹²

²⁰⁸ Vgl EB RV 1276 BlgNR 20. GP 39; ÜbK v 17.12.2001, GZ 2001/2/3-395; ÜbK v 3.6.2002, GZ 2001/3/4-58.

²⁰⁹ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 26 f.

²¹⁰ Vgl Dorda, ecolex 1998, 844; Gruber, wbl 1999, 14; Deregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 192; Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 28.

²¹¹ Vgl ÜbK v 12.9.2000, GZ 2000/1/4-171; Kalss/Winner, ÖBA 2000, 51 ff; Zollner, Kontrollwechsel, 131 ff; Gall, Die Stellungnahme der Übernahmekommission zur Transaktion Hypo Vereinsbank und Bank Austria, wbl 2000, 547 ff; Gall, Angebotspflicht, 233 ff; Deregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 193, 214.

²¹² Vgl Deregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 194.

5.2.1.2. Kontrollerlangung in der Gruppe

§ 22a ÜbG normiert in seinen drei Ziffern die Angebotspflicht für die Fälle der Bildung (Z 1), Auflösung (Z 2) und Änderung (Z 3) einer Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger. Der Begriff des „gemeinsam vorgehenden Rechtsträgers“²¹³ entspricht für alle drei Fälle jenem des § 1 Z 6 ÜbG.²¹⁴

In Z 1 und 2 leg cit wird explizit auf die Erlangung einer kontrollierenden Beteiligung iSd § 22 Abs 1 ÜbG abgestellt, daher gilt in diesem Zusammenhang der formale Kontrollbegriff mit den *materiellen Einschränkungen* des § 24 Abs 3 Z 4. Die Änderung in der Zusammensetzung einer Gruppe gem Z 3 leg cit, ist hingegen übernahmerechtlich nur dann relevant, wenn hierdurch bei materieller Betrachtung auch *tatsächlich* ein Kontrollwechsel bewirkt und somit ein potentiell angebotspflichtiger Sachverhalt verwirklicht wird.²¹⁵ Auch nach den Mat²¹⁶ ist auf Ebene des Auslösetatbestands der materielle Kontrollbegriff maßgeblich.

Im Verhältnis zu den Zusammenrechnungsvorschriften des § 23 ÜbG ist die Sonderregelung durch § 22a ÜbG überflüssig, da bei Syndizierung bereits durch § 22 Abs 1 iVm § 23 Abs 1 ÜbG eine Angebotspflicht ausgelöst wird.²¹⁷ Auch in den Mat²¹⁸ wird der lediglich verdeutlichende Charakter des § 22a ÜbG klar erkannt. „Hier stand das Bestreben des Gesetzgebers im Vordergrund, einen in der übernahmerechtlichen Praxis überaus wichtigen Themenkomplex einer übersichtlichen Regelung zuzuführen.“²¹⁹

- Bildung und Auflösung einer Gruppe**

Angebotspflicht gem § 22a Z 1 ÜbG besteht dann, wenn eine *Gruppe* gemeinsam vorgehender Rechtsträger *begruendet* wird und diese Gruppe gemeinsam eine kontrollierende Beteiligung hält („Eingangskontrolle“).²²⁰ Als „Gruppe“ sind zwei oder mehr gemeinsam vorgehende Rechtsträger zu verstehen, davon sind Einzelrechtsträger mit einer Mehrzahl an gesellschaftsrechtlich beteiligten Rechtsträgern zu unterscheiden.²²¹

Die *erstmalige Syndizierung* mehrerer Gesellschafter einer bisher kontrollfreien Gesellschaft ist der Grundfall, aber auch der Wechsel von alleiniger auf gemeinsame Kontrolle

²¹³ S o Kapitel 2.5.

²¹⁴ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 22a Rz 9 ff.

²¹⁵ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 196.

²¹⁶ EB RV 1334 BlgNR 22. GP 13.

²¹⁷ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 22a Rz 17.

²¹⁸ EB RV 1334 BlgNR 22. GP 13.

²¹⁹ Huber in Huber, ÜbG, § 22a Rz 17.

²²⁰ Vgl Gall, Angebotspflicht, 225 f.

²²¹ Huber in Huber, ÜbG, § 22a Rz 13.

durch Abschluss eines Syndikatsvertrags löst die Angebotspflicht aus.²²² Dies gilt auch bei einem Gleichordnungssyndikat.²²³ Wie schon oben²²⁴ angeführt bedarf es für die Bildung einer Gruppe keines Vertrages es genügt bereits jede Art von Absprache; auch eine unverbindliche.

Ebenso löst die *Auflösung einer Gruppe* als contrarius actus eine Angebotspflicht aus („Ausgangskontrolle“).²²⁵ Dies gilt aber natürlich nur, wenn nach der Auflösung ein anderer Rechtsträger oder ein anderes Subsyndikat mehr als 30% der ständig stimmberechtigten Aktien hält.²²⁶

- **Änderung einer Gruppe**

Die Angebotspflicht kann auch durch *Änderung einer Gruppe* ausgelöst werden („Durchgangskontrolle“).²²⁷ Die Änderung muss bei materieller Betrachtungsweise übernahmerechtlich *relevant* sein, also in Hinblick auf die Beherrschungsmöglichkeit. Eine solche liegt vor wenn nach alter Rechtslage *keine bloß geringfügige* Änderung der Gruppe anzunehmen war. Daher ist davon auszugehen, dass die bisherige Entscheidungspraxis der ÜbK weiterhin relevant ist und zur Auslegung für Gruppenumbildungen herangezogen werden kann.²²⁸

Als Änderung gilt einerseits die Änderung der Zusammensetzung der Gruppe, also ein Wechsel der Mitglieder sowie der Ein- und Austritt²²⁹, andererseits die Änderung der vertraglichen Grundlagen insb jene, die die Willensbildung innerhalb des Syndikats betreffen.²³⁰ Entscheidend ist, dass die Willensbildung in der Gruppe von einem anderen Rechtsträger oder einer anderen Gruppe von Rechtsträgern beherrscht werden kann.

Dies gilt insb für die Bestellung von Aufsichtsratsmitgliedern, worauf § 1 Z 6 ÜbG deutlich hinweist. Es geht daher nicht um die quantitative Verschiebung von Anteilen, sondern um einen *qualitativen Wechsel* der Einflussmöglichkeiten innerhalb der Gruppe.²³¹

²²² Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 198.

²²³ Vgl *Winner*, ÖJZ 2006, 664 f.

²²⁴ S o Kapitel 2.5.

²²⁵ Vgl *Bikner/Zivny*, Pflichtangebot bei Änderung im Syndikat, ecolex 2000, 582; *Gruber/Zivny*, Pflichtangebot bei passiver Kontrollerlangung, RdW 2002, 132; nach dem ÜbRÄG 2006 *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 209.

²²⁶ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 209.

²²⁷ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 203.

²²⁸ Vgl EB RV 1334 BlgNR 22. GP 13 mit dem Hinweis "wie bisher"; sowie *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22a Rz 43.

²²⁹ ÜbK v 21.2.200, GZ 2000/1/1-19; ÜbK v 16.5.2001, GZ 2001/1/2-26; ÜbK v 27.10.2004, GZ 2004/3/12-33; ÜbK v 20.9.2005, GZ 2005/1/6-38; ÜbK v 20.10.2005, GZ 2005/1/3-37.

²³⁰ ÜbK v 27.10.2004, GZ 2004/3/12-33; ÜbK v 20.9.2005, GZ 2005/1/6-38; ÜbK v 20.10.2005, GZ 2005/1/3-37.

²³¹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 204.

Die Beurteilung ob eine Änderung vorliegt, ist aufgrund der materiellen Betrachtungsweise vom betroffenen Rechtsträger selbst vorzunehmen. Es besteht auch keine Anzeigepflicht gegenüber der ÜbK wie nach alter Rechtslage. In Zweifelsfällen kann aber die Beratungsfunktion der ÜbK nach § 29 Abs 1 S 3 ÜbG in Anspruch genommen werden.²³²

5.2.1.3. Passive Kontrollerlangung

„Weder die *Technik* noch die diesbezügliche *Absicht* des Bieters ist grundsätzlich für das Erlangen der Kontrolle von Bedeutung; entscheidend ist allein die *Herstellung des Zustands*.“²³³ § 22 ÜbG unterscheidet im Bezug auf die Kontrollerlangung nicht zwischen aktivem und passivem Erlangen.²³⁴ Es geht weniger um Aktivität oder Passivität, sondern vielmehr darum, ob dem Aktionär die Kontrollerlangung *zuzurechnen* ist.²³⁵ Die Regelung zur passiven Kontrollerlangung wurde in das ÜbRÄG 2006 eingegliedert, da bis dahin derartige Fälle nicht endgültig geklärt waren. Überdies war deren Rechtsfolge, eine Analogie zu § 25 ÜbG aF und somit eine bloße Anzeigepflicht, insb bei unbeabsichtigter Kontrollerlangung, wie zB bei Zerfall eines bisher beherrschenden Syndikats.²³⁶ „Durch § 22b ÜbG sollen Fälle einer Kontrollerlangung privilegiert werden, in denen der Kontrollaktionär die Kontrolle nicht angestrebt hat und die Angebotspflicht für ihn überraschend entstünde, weshalb dem Kontrollaktionär das mit der Angebotspflicht verbundene Finanzierungserfordernis nicht zumutbar erscheint.“²³⁷

Denkbar sind verschiedene Fallgruppen: Zu allererst jener meistdiskutierte Fall der Gegenstand der „Böhler-Uddholm-Entscheidung“ war, in dem es um das Aufrücken des zweitgrößten Aktionärs in die Position des größten und zugleich kontrollierenden Aktionärs durch Abverkauf des vormals größten Aktionärs geht. Ferner kann die Aufhebung einer Höchststimmrechtsklausel in der Satzung oder die Kündigung eines Syndikatsvertrags durch den Syndikatsvertragspartner, wodurch ein anderer Kontrolle erlangt, zu einer passiven Kontrollerlangung führen.²³⁸

Das Gesetz normiert zwei Voraussetzungen wann Passivität überhaupt gegeben ist. Erstens darf zeitnah zum Erlangen der Kontrolle keine *aktive Handlung* gesetzt werden; va kein Erwerb von Beteiligungspapieren. Dieses Kriterium soll klarstellen, dass ein unbeabsichtigter

²³² Vgl EB RV 1334 BlgNR 22. GP 13.

²³³ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 209.

²³⁴ Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 26.

²³⁵ Vgl *Rill*, Ist das Übernahmerecht verfassungswidrig?, ZfV 2006/329, 184 f.

²³⁶ Vgl EB RV 1334 BlgNR 22. GP 14; *Kaindl/Rieder*, GesRZ 2006, 251.

²³⁷ *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22b Rz 3.

²³⁸ Vgl *Kaindl/Rieder*, GesRZ 2006, 251; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 209; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22b Rz 6.

Aktienerwerb nicht nach § 22b ÜbG sondern nach § 25 ÜbG zu beurteilen ist. Zweitens besteht die Angebotspflicht nur dann nicht, wenn der Beteiligte beim Erwerb der Anteile mit der *Kontrollerlangung nicht rechnen musste*.²³⁹

5.2.2. Umwandlungen (Verschmelzung, Spaltung)

5.2.2.1. Allgemeines

„Das ÜbG legt nicht den rechtlichen Rahmen einer bestimmten zivil- und gesellschaftsrechtlichen Erwerbstechnik fest, sondern regelt im 3.Teil (§§ 22 ff ÜbG), einen anderen Tatbestand, nämlich die Rechtsfolgen eines erstmaligen Kontrollerwerbs oder eines Kontrollwechsels einer börsennotierten Gesellschaft, *unabhängig* davon, auf welche Art und Weise dieser Kontrollwechsel stattfindet.“²⁴⁰

Dies lässt erkennen, dass der Anwendungsbereich der Angebotspflicht weiter ist als jener des § 2 ÜbG vermuten ließe. Sie ist nämlich über die Angebotstypen des ÜbG hinaus Rechtsfolge aller möglichen Arten einer Kontrollerlangung oder eines Kontrollwechsels. Nach hA²⁴¹, Rsp²⁴² der ÜbK sowie den Mat²⁴³ ist, wie schon erwähnt, die Technik der Kontrollerlangung für die Angebotspflicht *irrelevant*.²⁴⁴ Es geht also gerade nicht um den unmittelbaren Erwerb von Anteilen, sondern vielmehr um die *Einflussmöglichkeit*.²⁴⁵

Bei Verschmelzungen liegt ein Kontrollerwerb vor, wenn ein Gesellschafter oder eine Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger durch die verschmelzungsbedingte Anteilsgewährung gem §§ 219 iVm 225a Abs 3 Z 3 AktG die Kontrolle über das Vermögen der Zielgesellschaft erlangt.²⁴⁶ Hier sind zwei Fallgruppen zu unterscheiden:

Erstens, die Verschmelzung auf Mutterebene, wo der kontrollierende Gesellschafter der Zielgesellschaft als übertragende Gesellschaft auf einen anderen Rechtsträger verschmolzen wird und dieser dadurch Kontrolle erlangt.

Zweitens, die Verschmelzung der Zielgesellschaft als übernehmende Gesellschaft, wo die kontrollierte Gesellschaft als übertragende Gesellschaft auf die Zielgesellschaft verschmolzen wird und, aufgrund der Wertverhältnisse durch Ausgabe der neuen Anteile, Kontrolle über die

²³⁹ Vgl Winner, ÖJZ 2006, 662.

²⁴⁰ Kalss/Winner, ÖBA 2000, 52.

²⁴¹ Gruber, wbl 1999, 10, 14; Gall, wbl 2000, 544; Diregger/Ullmer, wbl 2002, 97; Zollner, Kontrollwechsel 102; Gall, Angebotspflicht, 217; Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 214; Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 27; aA Nowotny, RdW 2000, 330; Nowotny, wbl 2001, 381.

²⁴² ÜbK v 3.6.2002, GZ 2001/3/4-58.

²⁴³ EB RV 1276 BlgNR 20. GP 21 f, 39.

²⁴⁴ Vgl Jöllinger, wbl 2008, 365.

²⁴⁵ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 214; aA Nowotny, RdW 2000, 330; Nowotny, wbl 2001, 381; krit auch Szep in Jarbornegg/Strasser (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz⁴ (2001) § 219 Rz 24.

²⁴⁶ Vgl Jöllinger, wbl 2008, 365.

Zielgesellschaft erlangt. Dies wird meist dann der Fall sein wenn die übertragende Gesellschaft mehr wert ist als die Übernehmende.²⁴⁷

Ein Teil der Lehre²⁴⁸ und die ÜbK gehen davon aus, dass der *Fortbestand* der Zielgesellschaft sowie die Verschmelzungsrichtung für die Anwendung des 3. Teil des ÜbG irrelevant sind. Nowotny hingegen sieht den Tatbestand des § 22 ÜbG als nicht erfüllt, da die Zielgesellschaft unter geht, und verlangt daher in diesen Fällen die teleologische Reduktion von § 22 ÜbG.²⁴⁹

Mit Eintragung der Verschmelzung ins Firmenbuch (§ 225a AktG) gehen die Anteilsrechte auf die Gesellschafter der übertragenden Gesellschaft über. Zu diesem Zeitpunkt kommt es auch zu einer etwaigen Kontrollerlangung, die mit Zustellung des Beschlusses der Eintragung nach § 21 FBG²⁵⁰ zum Entstehen der Pflichten des § 22 ÜbG führt.²⁵¹

Zur Beurteilung ob ein Kontrollwechsel vorliegt, ist von der Sicht der betroffenen Gesellschafter auszugehen.²⁵² Eine Angebotspflicht des neuen Kontrollaktionärs entsteht daher auch nur gegenüber jenen Gesellschaftern, die erstmals einer Kontrolle oder eines Kontrollwechsels unterworfen werden, nicht aber gegenüber allen freien Aktionären.²⁵³

5.2.2.2. Bedeutung der Zustimmung in der HV

- **Der Verzicht**

Das Pflichtangebot nach § 22 ÜbG ist ein öffentliches Angebot an die Beteiligungsgeber zum Erwerb aller Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft gegen Barzahlung. Es handelt sich um ein Angebot iSd § 861 ABGB²⁵⁴, das mit *Annahme* der Angebotsadressaten eine wirksame Vertrag zustande kommen lässt. Hier ist genauer zu prüfen ob die zur Verschmelzung führende Willensbildung²⁵⁵ als *Verzicht* der beschlussfassenden Gesellschafter auf ein Pflichtangebot gesehen werden kann oder ob es durch die Zustimmung zum Entfall der übernahmerechtlichen *Schutzwürdigkeit* kommt.²⁵⁶

²⁴⁷ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 36 ff.

²⁴⁸ Gall, Angebotspflicht, 235; Zollner, Kontrollwechsel, 136; Karollus/Geist, NZG 2002, 1145 f; Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 38 ff; Jöllinger, wbl 2008, 365.

²⁴⁹ Nowotny, RdW 2000, 330; Nowotny, wbl 2001, 381.

²⁵⁰ Firmenbuchgesetz, BGBI I 10/1991 idF BGBI I 72/2007.

²⁵¹ Vgl Jöllinger, wbl 2008, 365.

²⁵² Vgl ÜbK v 12.9.2000, GZ 2000/1/4-171; Deregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 215.

²⁵³ Vgl Kalss/Winner, ÖBA 2000, 51 ff.

²⁵⁴ Allgemeines bürgerliches Gesetzbuch, JGS 946/1811 idF BGBI I 135/2009.

²⁵⁵ Im Fall der AG ist nach § 221 AktG auf Seiten des übertragenden Rechtsträgers ein Beschluss der HV zu fassen, der einer Mehrheit von mindestens drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals bedarf.

²⁵⁶ Vgl Jöllinger, wbl 2008, 366.

„Grundsätzlich kann auf *jedes* Recht verzichtet werden, sofern es nicht nach seiner Zweckbestimmung unverzichtbar sein muss oder der Verzicht durch positive Gesetzesanordnung ausgeschlossen ist.“²⁵⁷ Problematisch ist, dass zum Zeitpunkt der Beschlussfassung noch *kein Recht* zur Annahme des Pflichtangebots besteht, da es erst nach der Verschmelzung zu einer Kontrollerlangung kommen kann. Es handelt sich daher um ein zukünftiges Recht.²⁵⁸ Der Verzicht auf künftige Rechte ist grundsätzlich zulässig, setzt allerdings eine ausreichende *Bestimmbarkeit* des künftigen Rechts voraus.²⁵⁹ *Heidinger* stellt für die Wirksamkeit des Verzichts auf die *Vorhersehbarkeit und Kalkulierbarkeit* des mit dem Verzicht verbundenen Risikos ab.²⁶⁰ Um also auf die Annahme eines zukünftigen Pflichtangebots wirksam verzichten zu können, bedarf es hinsichtlich seiner Bedingungen ausreichender Information für die Minderheitsaktionäre. Als Grundlage dafür dienen der *Verschmelzungsvertrag* gemeinsam mit dem *Verschmelzungsbericht* sowie die diesbezüglichen mündlichen *Ausführungen und Erläuterungen* des Vorstands zu den Rechtsfolgen in der HV. Insb hat der Vorstand dabei auf den damit einhergehenden Kontrollwechsel und ein daraus resultierendes Pflichtangebot einzugehen.²⁶¹ Aufgrund des hohen Informationsniveaus der Anleger, wovon Aufgrund der strengen Vorschriften des ÜbG auszugehen ist, kann grundsätzlich im Vorhinein wirksam auf die Annahme des Pflichtangebots verzichtet werden.²⁶²

Die §§ 9 und 11 SpaltG²⁶³ normieren ein Austrittsrecht für Aktionäre, die im Falle einer nicht verhältniswährenden oder einer rechtsformübergreifenden Spaltung ihren Widerspruch zu Protokoll geben. Daraus könnte man ableiten, dass parallel dazu ein Aktionär der der Verschmelzung zustimmt, sein Recht auf Annahme des Pflichtangebots verwirkt. Diese Annahme kann in zweierlei Hinsicht *nicht* vertreten werden, da einerseits eine ähnliche Bestimmung im ÜbG fehlt und andererseits die Begründung der Widerspruchserfordernisse im Spaltungsrecht dem *Schutz der Gesellschaft* und nicht dem der Minderheitgesellschafter dient.²⁶⁴ Ferner kann im *Abstimmungsverhalten* eines Anlegers in der HV keinesfalls ein ausdrücklicher Verzicht gesehen werden.²⁶⁵

²⁵⁷ RIS-Justiz, RS0033976.

²⁵⁸ Vgl *Jöllinger*, wbl 2008, 366.

²⁵⁹ RIS-Justiz, RS0033986.

²⁶⁰ *Heidinger* in *Schwimann*, ABGB Praxiskommentar³, Band 6 (2006) § 1444 Rz 1.

²⁶¹ *Kalss/Winner*, ÖBA 2000, 51, 55 f.

²⁶² *Gall*, *Angebotspflicht*, 91 ff; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 64.

²⁶³ Spaltungsgesetz, BGBl I 304/1996 idF BGBl I 71/2009.

²⁶⁴ *Kalss/Winner*, ÖBA 2000, 55.

²⁶⁵ Vgl *Heidinger* in *Schwimann*, ABGB Praxiskommentar³, § 1444 Rz 8.

In der Abstimmung kann höchstens ein *konkludenter Verzicht* gesehen werden; bei der Beurteilung ob ein solcher vorliegt ist aber besondere Vorsicht geboten.²⁶⁶ Er darf immer nur dann angenommen werden, wenn besondere Umstände darauf hinweisen, dass er *ernstlich gewollt* ist.²⁶⁷ Aus dem Abstimmverhalten kann daher nicht pauschal auf einen konkludenten Verzicht geschlossen werden, ein solcher müsste für jeden Beteiligungsinhaber gesondert geprüft werden.²⁶⁸ „Gegen die Annahme, dass in der Zustimmung zum Verschmelzungsvertrag ein Verzicht auf ein allenfalls zu legendes Pflichtangebot gesehen werden kann, spricht auch die Bestimmung des § 225d AktG, wonach ein Verzicht auf den Ausgleichsanspruch nach § 225c AktG der *Schriftlichkeit* bedarf, also *nicht* konkludent erfolgen kann. Aus diesem Schriftlichkeitsgebot lässt sich ableiten, dass der schlüssige Verzicht auf Vermögensrechte hintangehalten werden sollte.“²⁶⁹

- **Die Schutzwürdigkeit**

Neben dem Verzicht ist zu prüfen, ob die Zustimmung zur Verschmelzung im Wissen um eine dadurch bedingte Veränderung, Anteilsinhaber aus übernahmerechtlicher Sicht schutzwürdig erscheinen lässt.²⁷⁰ Oberstes Schutzziel des ÜbG ist der *Konzerneingangsschutz*, er soll Beteiligungsinhaber einer Zielgesellschaft vor einer Veränderung der Kontrollsituation schützen.²⁷¹

Die Mat²⁷² gehen davon aus, dass die Willensbildung vom „neuen“ Mehrheitsgesellschafter dominiert wird, und daher Minderheitsgesellschafter keinen Einfluss auf die dem Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung vorangehenden Willensbildung haben. Sie können daher ohne jede Möglichkeit der Einflussnahme einer geänderten Kontrollsituation ausgesetzt sein. Vor dieser Situation soll das Austrittsrecht Schutz bieten. Der Gesetzgeber differenziert hinsichtlich der Schutzwürdigkeit der Anteilsinhaber nicht ob sie aktiv oder passiv dem Kontrollwechsel ausgesetzt sind. *Jöllinger* geht aber davon aus, dass ein Schutz von Anteilsinhabern, die einen Kontrollwechsel aktiv und absichtlich herbeigeführt haben, verneint werden muss. Aufgrund der Informations- und Aufklärungsvorschriften (§§ 220a und 221a AktG) bei Verschmelzungen ist nämlich davon auszugehen, dass die *beschlussfassenden Aktionäre* um die transaktionsbedingte Veränderung der Mehrheitsverhältnisse *Bescheid wissen*. Aus dem Umkehrschluss zum Schutz der Minderheitsgesellschafter, die keinen Einfluss auf die Willensbildung

²⁶⁶ Vgl *Jöllinger*, wbl 2008, 366.

²⁶⁷ RIS-Justiz, RS0014190.

²⁶⁸ Vgl *Kalss/Winner*, ÖBA 2000, 55.

²⁶⁹ *Jöllinger*, wbl 2008, 366.

²⁷⁰ Vgl *Jöllinger*, wbl 2008, 367.

²⁷¹ Vgl EB RV 1276 BlgNR 20. GP 18 ff, 41; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 11.

²⁷² EB RV 1276 BlgNR 20. GP 18 ff, 41.

haben, ist daher die Schutzwürdigkeit jener, die aktiv Einfluss auf den Verschmelzungsbeschluss hatten zu verneinen. Daraus folgt, dass nur Beteiligungspapiere jener von der Angebotspflicht des § 22 ÜbG erfasst sind, die keinen aktiven Einfluss auf die Veränderung der Kontrollsituation hatten. Darunter fallen alle, die der Verschmelzung widersprechen bzw. hinsichtlich der Willensbildung passiv Stimmberchtigten sowie all diejenigen deren Beteiligungspapiere keinen Einfluss auf die Willensbildung der Zielgesellschaft in Verschmelzungsfällen ermöglichen.²⁷³

Problematisch dabei ist aber, dass § 22 Abs 1 ÜbG ein Angebot für *alle Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft* gelegt werden muss, aus diesem Grund besteht die Möglichkeit *nicht*, das Angebot bloß auf die schutzwürdigen Anteilinhaber zu beschränken. In diesem Fall ist nach Larenz²⁷⁴ davon auszugehen, dass eine „planwidrige Unvollständigkeit des Gesetzes“ vorliegt, da eine aus dem Gesamtzusammenhang des Gesetzes oder eine nach dem Regellungsplan zu erwartende Regelung fehlt. Handelt es sich um eine fehlende Einschränkung, spricht man von einer „verdeckten“ Gesetzeslücke. Die zu weite Regelung ist daher teleologisch zu reduzieren um dem Schutzzweck besser dienen zu können.²⁷⁵

5.2.2.3. Einfluss des formellen Kontrollbegriffs

Bei der Beurteilung ob das ÜbG auf Umgründungsfälle anzuwenden ist, sind die dem formellen Kontrollbegriff zugrunde liegenden Wertungen heranzuziehen. Aufgrund des Paradigmenwechsels im Übernahmerecht – dem Umstieg vom materiellen auf den formellen Kontrollbegriff – wurde der Grundsatz der wirtschaftlichen Betrachtungsweise *erheblich eingeschränkt*. Dieser diente aber als wesentliche Grundlage für die Erstreckung des § 22 ÜbG auf bestimmte Umgründungsfälle. Es ist daher davon auszugehen, dass nun der Grundsatz der *Planungssicherheit* in den Vordergrund tritt.²⁷⁶

Durch die Einführung der 30% Schwelle und dem daraus folgenden Ausscheiden von eindeutigen Fällen einer Kontrollerlangung, erscheint eine analoge Anwendung des § 22 ÜbG auf Spaltungsfälle, in denen eine gesetzlich nicht determinierte quantitative Abgrenzung wirtschaftlicher Übernahmen stattfinden müsste, damit schwerlich kompatibel. Auch bei „Übernahmen“ unterhalb der Zielgesellschaft kann eine analoge Anwendung nicht mehr vertreten werden.²⁷⁷

²⁷³ Vgl Jöllinger, wbl 2008, 367.

²⁷⁴ Larenz, Methodenlehre der Rechtswissenschaft² (1992) 261 ff.

²⁷⁵ Vgl Jöllinger, wbl 2008, 368.

²⁷⁶ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 57.

²⁷⁷ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 58.

5.2.3. Creeping-in

Nicht nur das Erlangen einer kontrollierenden Beteiligung, sondern auch die *Aufstockung* einer solchen löst eine Angebotspflicht aus. Dies ist dann der Fall wenn ein Bieter zwar eine kontrollierende Beteiligung hält aber noch nicht die Mehrheit der Stimmrechte und diese innerhalb eines Zeitraums von zwölf Monaten um Aktien mit 2% der Stimmrechte erhöht.²⁷⁸ Dieser Tatbestand soll daher den „schleichenden“ Ausbau der Beteiligung innerhalb des kritischen Beteiligungsfensters von 30 - 50% verhindern und andernfalls ein Pflichtangebot auslösen. Der Ausbau der kontrollierenden Beteiligung über 50% unterliegt hingegen nicht mehr dem Anwendungsbereich des § 22 Abs 4 ÜbG.²⁷⁹

Maßgeblich für die Beurteilung ob eine kontrollierende Beteiligung vorliegt ist der formelle Kontrollbegriff des § 22 Abs 2 ÜbG. Aus diesem Grund kann ein Hinzuerwerb, der bloß materiell Kontrolle vermittelt, *kein* „Creeping-in“ darstellen, andererseits auch dann nicht, wenn in sinngemäßer Anwendung von § 24 Abs 1 und 2 ÜbG trotz formeller Kontrolle keine Beherrschungsmöglichkeit besteht.²⁸⁰ *Diregger/Kalss/Winner* argumentieren die sinngemäße Anwendung von § 24 Abs 1 und 2 ÜbG damit, dass der Gesetzgeber des ÜbRÄG 2006 den Übergang vom materiellen auf den formellen Kontrollbegriff im Kontext der „Creeping-in“-Regelung *nicht ausreichend* berücksichtigt hat,²⁸¹ da eine Angebotspflicht dem Sinn des „Creeping-in“ nur dann entspricht, wenn der Bieter seine beherrschende Beteiligung ausbaut²⁸². Auch die Mat²⁸³ lassen nicht erkennen, dass der Gesetzgeber an der alten Rechtslage etwas ändern wollte, sie sprechen vielmehr von einer Fortführung der bisherigen Rechtslage durch eine gesetzliche Regelung.

Unter Hinzuerwerb im Sinne des § 22 Abs 4 ÜbG wird grundsätzlich nur die Übertragung von *Eigentum* an Aktien der Zielgesellschaft verstanden. Als Rechtsgrund für die Übertagung können daher nur Rechtsgeschäfte wie Kauf, Tausch, Einbringung, Schenkung, letztwillige Verfügung und familienrechtliche Erwerbsarten fungieren. Eine Hinzuerlangung oder eine sonstige Form des Einflusszuwachs wie zB ein *mittelbares „Creeping-in“*, abgesehen von echten Umgehungstatbeständen, können nach der hL²⁸⁴ den Tatbestand *nicht* erfüllen.²⁸⁵

²⁷⁸ Vgl *Schopper*, Die „creeping-in“-Verordnung – Neuigkeiten aus dem Übernahmerecht, RdW 2000, 130.

²⁷⁹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 218.

²⁸⁰ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 218; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 69 ff.

²⁸¹ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 220.

²⁸² Vgl *Jöllinger*, „Creeping-in“ und die Befreiungstatbestände des § 24 ÜbG, wbl 2008, 525.

²⁸³ EB RV 1334 BlgNR 22. GP 13.

²⁸⁴ *Terlitz/Zollner*, Zum Anwendungsbereich der 2. Übernameverordnung, ÖBA 2000, 676; *Gall*, Angebotspflicht, 292; *Kalss/Oppitz/Zollner* Kapitalmarktrecht I, § 23 Rz 186.

²⁸⁵ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², FN 360; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 73 ff.

Gleichfalls gilt auch die Syndizierung nicht als Anwendungsfall des Abs 4.²⁸⁶ Im Gegensatz dazu sind aber die Hinzurechnungsvorschriften des § 23 ÜbG *auch* im Kontext des „Creeping-in“ anzuwenden. Dh, wenn etwa eine Tochtergesellschaft des eine Zielgesellschaft nicht mehrheitlich kontrollierenden Rechtsträgers mehr als 2% der ständig stimmberechtigten Aktien hinzuerwirbt, entsteht eine Angebotspflicht.²⁸⁷ Ferner sind Hinzuerwerbe gemeinsam vorgehender Rechtsträger, insb Syndikatspartner, iSd § 23 ÜbG zu kumulieren.²⁸⁸ Der Erwerb von jungen Aktien in der Höhe von 2% im Rahmen des gesetzlichen Bezugsrechts löst *keine* Angebotspflicht aus, sofern es dadurch nicht zu einem Ausbau der Beteiligung kommt. Weiters werden Käufe nicht mit späteren Verkäufen saldiert.²⁸⁹

Der für den Hinzuerwerb maßgebliche Zeitraum beträgt 12 Monate, er ist *revolvierend* und richtet sich daher nicht nach dem Kalenderjahr. Er beginnt daher mit jedem Hinzuerwerb, allenfalls auch parallel, von neuem zu laufen, dabei ist immer auf das *Verfügungsgeschäft* abzustellen. Entscheidend ist, dass am Anfang des Betrachtungszeitraums noch keine Mehrheitsbeteiligung besteht. Wird im Laufe dieses Zeitraums die Mehrheit der Stimmen erreicht, kann das Überschreiten der 2% trotzdem zur Angebotspflicht führen. Daher kann es auch bei einer Beteiligung von exakt 50% noch zu einem „Creeping-in“ kommen.²⁹⁰

Zusätzlich stellt § 22 Abs 4 ÜbG auf die „Verschaffung von Stimmrechten“ ab. Der Tatbestand ist also nicht auf den Hinzuerwerb von ständig stimmberechtigten Aktien beschränkt.²⁹¹ Nach *Terlitzia/Zollner* kann auch der Erwerb von Vorzugsaktien, deren Stimmrecht gem § 12 Abs 1 AktG vorübergehend aufgelebt ist, relevant sein.²⁹² Bei einem Hinzuerwerb von Aktien nach Überschreiten der Höchststimmgrenze²⁹³, kann aber ein „Creeping-in“ nicht bestehen, da eben keine Stimmrechte *verschafft* werden.²⁹⁴

²⁸⁶ Vgl *Gall*, Angebotspflicht 290.

²⁸⁷ Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner* Kapitalmarktrecht I, § 23 Rz 186; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 73.

²⁸⁸ Vgl *Gall*, Angebotspflicht 290.

²⁸⁹ Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner* Kapitalmarktrecht I, § 23 Rz 186.

²⁹⁰ Vgl *Gall*, Angebotspflicht 284.

²⁹¹ Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 76.

²⁹² *Terlitzia/Zollner*, ÖBA 2000, 676.

²⁹³ Näher dazu u Kapitel 4.3.2.

²⁹⁴ Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 22 Rz 76.

5.2.4. Sanktionen bei Unterlassen eines Pflichtangebots

5.2.4.1. Ruhen des Stimmrechts

Als Sanktion für Verletzungen des ÜbG, insb der Bestimmungen über das Pflichtangebot, sieht § 34 ÜbG das Ruhen der Stimmrechte vor.²⁹⁵ Das Ruhen soll als Ergänzung zu den Strafbestimmungen des § 35 ÜbG einen zivilrechtlichen Ausgleich bilden und durch die Erzeugung von wirtschaftlichem Druck die Einhaltung der elementaren Regeln des Übernahmerechts bewirken.²⁹⁶ Bei besonders gravierenden Verstößen (Verletzung der Angebotspflicht, Preisbildungsverstößen) sollen Rechtsdurchsetzungsprobleme durch ein ex lege Ruhen hintan gehalten werden. Für das Eintreten bedarf es keiner subjektiven Vorwerfbarkeit der Verletzung. Von der Sanktion sind alle Stimmrechte des Betroffenen, also auch rechtmäßig erworbene Aktien betroffen.²⁹⁷

Die ÜbRL sieht das Ruhen der Stimmrechte nicht ausdrücklich als Sanktion vor, die Zulässigkeit ergibt sich nach *Huber* bereits aus Art 5 Abs 1 ÜbRL, wonach die Mitgliedstaaten „sicherzustellen“ haben, dass den Kontrollerwerber eine Angebotspflicht trifft, und aus Abs 6 leg cit, wonach zusätzlich zur Angebotspflicht weitere Instrumente zum Schutz der Interessen der Wertpapierinhaber vorgesehen werden können.²⁹⁸

Wirkungslos bleibt die Sanktionsdrohung dann, wenn nach dem rechtswidrigen Erwerb entweder keine Anfechtungsberechtigten neben dem Bieter und dem mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern in der Zielgesellschaft verbleiben oder die Zielgesellschaft wegen Insolvenz liquidiert wird. Ersteres liegt meist dann vor, wenn entweder das Pflichtangebot nur an andere Beteiligungspapierinhaber als Aktionäre zu stellen ist, die nach § 195 ff AktG nicht anfechtungsberechtigt sind oder das rechtswidrige Angebot angenommen wurde.²⁹⁹

Zur Aufhebung des Ruhens bedarf es in allen Fällen einer Entscheidung der ÜbK gem § 34 Abs 2 ÜbG; ein automatisches Wiederaufleben ist nicht vorgesehen. Die ÜbK hat das Ruhen aufzuheben, wenn nach der Verletzung der Angebotspflicht ein gesetzmäßiges Angebot gestellt wurde oder bei einer Verletzung von Preisbildungsvorschriften eine Nachzahlung geleistet wurde oder deren alsbaldige Leistung gesichert ist.³⁰⁰

²⁹⁵ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 329.

²⁹⁶ Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 34 Rz 1.

²⁹⁷ Vgl *Bydlinski/Winner*, ÖBA 1998, 923; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 195; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 330.

²⁹⁸ *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 34 Rz 3.

²⁹⁹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 329.

³⁰⁰ Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 34 Rz 24 ff.

5.2.4.2. Anspruch auf ein Pflichtangebot

Die Beteiligungsnehmer haben einen Anspruch auf die Legung eines Pflichtangebots.³⁰¹ Dieser kann aber nur auf dem normalen Zivilrechtsweg mittels Klage durchgesetzt werden. Dafür hat das Zivilgericht die Vorfrage, ob ein Pflichtangebot zu legen ist, wegen § 29 Abs 2 ÜbG der ÜbK zur Entscheidung vorzulegen.³⁰²

5.2.4.3. Nachprüfungsverfahren

Ein Nachprüfungsverfahren kann von der ÜbK von Amts wegen oder auf Antrag der Beteiligungspapierinhaber eingeleitet werden, wenn das Angebotsverfahren bereits abgeschlossen ist. Geprüft werden dabei sowohl Mängel der Angebotsunterlagen als auch die Gesetzmäßigkeit des Angebotspreises. Ferner werden Anzeige- und Meldepflichtverletzungen aufgegriffen. Im Verfahren wird untersucht und festgestellt ob zivilrechtliche Sanktionen (Ruhens) eingetreten sind.³⁰³

5.2.4.4. Verwaltungsstrafrecht

Neben den zivilrechtlichen Sanktionen sieht § 35 ÜbG auch verwaltungsstrafrechtliche Zwangsmaßnahmen vor. Die Blankettstrafnorm enthält zahlreiche, nach den unterschiedlichen Betroffenen gegliederte Tatbestände mit einem Strafrahmen zwischen € 5.000,- und € 50.000,-.

ME ist dieser Strafrahmen angesichts der gravierenden Auswirkungen und dem wenig abschreckenden Ausmaß viel zu niedrig angesetzt. Hier sollten höhere Geldstrafen und bei besonders *qualifiziertem Verschulden*, beispielsweise vorsätzlichen Betruges, wie zB im Zuge der Verschärfung des FinStG, primäre Freiheitsstrafen angedroht werden. Heutzutage sind Beträge unter € 50.000,- zu gering um einen abschreckenden Charakter zu haben. Hintergrund dieses Strafmaßes ist, dass der Gesetzgeber damit die Zuständigkeit der Gerichte für solche Verfahren verhindern wollte. Der VfGH³⁰⁴ hat in diesem Zusammenhang judiziert, dass hohe Strafen in die Zuständigkeit der Gerichtsbarkeit fallen. So wäre die ÜbK für solche Fälle nicht zuständig; was aber rechtspolitisch nicht erwünscht ist.³⁰⁵

³⁰¹ Vgl *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 201; *Größ*, Anlegerschutz im Übernahmerecht, Schadenersatzansprüche und alternative Rechtsbehelfe (2003), 56 ff. *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 337.

³⁰² Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 337.

³⁰³ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 337.

³⁰⁴ VfGH 27.09.1989, VfSlg 12.151.

³⁰⁵ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 339.

5.3. Zwischenergebnis Pflichtangebot

In diesem Kapitel ist die Unzulänglichkeit des Pflichtangebots nach dem ÜbRÄG 2006 beleuchtet worden. Zuerst wurde erläutert, was unter einem Pflichtangebot zu verstehen ist und wann ein solches zu legen ist. Zentrale Themen waren der Kontrollbegriff und seine historische Entwicklung, sowie den Wandel vom materiellen auf den formellen Kontrollbegriff. Diese wurden einer kritischen Betrachtung der Vor- und Nachteile dieser Änderung unterzogen. Einen weiteren Schwerpunkt stellten die verschiedenen Auslösetatbestände und etwaige Umgehungsmöglichkeiten dieser dar. Zum Schluss des Abschnitts wurden die zivil- und verwaltungsrechtlichen Sanktionen für Verstöße gegen die Angebotspflicht erläutert und in punkto Effizienz und Praxistauglichkeit untersucht.

Die Hauptkritik an der Neuregelung der Kontrollschwelle ist mE, dass eine solche Regelung und die derzeitige Höhe der Schwelle von 30% nicht den Bedürfnissen des österreichischen Kapitalmarkts und seiner Teilnehmer entsprechen.

Der formelle Kontrollbegriff ist zu unflexibel. Er erlaubt es nicht auf den Einzelfall einzugehen. Über der Kontrollschwelle bestehen zahlreiche Ausnahmen, aber darunter kommt es trotz faktischer Kontrolle nie zu einer Angebotspflicht. Angesichts der Besonderheiten, der geringen HV-Präsenzen und der mangelnden Größe des Börsestandorts Wien bedarf es einer besonderen Regelung.

Der derzeitige Grenzwert liegt bei 30%, wie in den meisten anderen EU-Ländern auch. Vergleichsweise ist aber der Prozentsatz des bei österreichischen HV anwesenden Streubesitzes, mit rund 11%, verschwindend gering (Großbritannien 40-50%, Deutschland 26%). Für eine internationale Konformität in diesem Punkt scheitert es daher mE schon an der Vergleichbarkeit. Aus diesem Grund verlangt die hL eine Absenkung des Richtwerts auf 25% oder weniger. Vereinzelt wird auch die Rückkehr zum materiellen Kontrollbegriff gefordert; außer Frage steht aber die Unvollkommenheit der aktuellen Rechtslage.

Zusätzlich ist die momentane Rechtslage auch europarechtlich nicht unbedenklich, da die RL dem Mitgliedstaat die Festlegung des *prozentuellen Anteils der Stimmrechte, der die Kontrolle vermittelt*, überlässt. Diese Kompetenz ist aber nicht als Freibrief für eine Schwelle, die weit über dem Kontrolle vermittelnden Anteil liegt, zu sehen.

Die beste Lösung für dieses Problem ist mE, ein Ruhen aller kontrollbegründenden Aktien unterhalb des Grenzwerts; ein sozusagen „vorgelagerter“ materieller Kontrollbegriff. Darunter

fielen auch aufgelebte Stimmen von Vorzugsaktien³⁰⁶; natürlich nur im kontrollbegründenden Ausmaß. Die Stimmrechte ruhen solange eine Kontrollmöglichkeit besteht; eine Angebotspflicht würde weiterhin erst bei Überschreiten der formellen Prozentgrenze ausgelöst werden. Mit anderen Worten könnte der Mehrheitsaktionär nur die Anzahl der Stimmen ausüben, die jenem des anwesenden Streubesitzes entspricht. Eine solche Maßnahme könnten Rechtssicherheit in Form eines „safe harbour“ und Minderheitsschutz unter einen Hut bringen.

Falls der österreichische Gesetzgeber von sich aus oder durch eine europäische Vorgabe die Kontrollschwelle absenkt oder eine andere Maßnahme zum Schutz der Minderheiten einführt, besteht zusätzlich noch eine weitere Möglichkeit die Angebotspflicht zu umgehen; diese wird im nächsten Kapitel behandelt.

³⁰⁶ S u Kapitel 6.1.1

6. Verhinderung durch Stimmrechtsbeschränkung

6.1. Vorzugsaktien

Das ARÄG 2009 brachte im Hinblick auf Vorzugsaktien insofern Neuerungen, als die grundsätzlichen Regelungen über die Ausübung des Stimmrechts, die sich bislang in § 114 Abs 1 fanden, nun – auch zur Vermeidung bisher bestehender Redundanzen – in § 12 Abs 1 und 2 transferiert wurden. Ferner wurde Abs 1 überdies inhaltlich durch einen neuen letzten Satz ergänzt, der das sog „split voting“, eine uneinheitliche Stimmabgabe, ermöglicht; dies ergibt sich aus Art 10 Abs 2 Unterabs 2 und aus Art 13 Abs 4 ARRL³⁰⁷. Abs 3 übernimmt den Regelungsinhalt des bisherigen Abs 2.

Die Bestimmung des § 12a AktG entspricht inhaltlich den bisherigen §§ 115 und 116 AktG, wobei die Formulierung zum Teil gestrafft wird.³⁰⁸ Die in § 117 AktG aF geregelte Aufhebung oder Beschränkung des Vorzugs wird von § 129 AktG vollständig übernommen. Die in der Folge zitierten § 17 Z 4, §§ 47a, 145 und 146 Abs 2 AktG sind von der Novellierung nicht betroffen.

Da sich inhaltlich nahezu nichts, weil schon bisher von der hL vertreten, geändert hat, kann mE die bisherige Lit sowie die Rsp nach wie vor zur Auslegung herangezogen werden.

6.1.1. Wesen

Die wohl bekannteste Möglichkeit zur Beschränkung von Stimmrechten bietet die Ausgabe von *stimmrechtslosen* Vorzugsaktien. Ihre Zulässigkeit wird in § 12 Abs 1 AktG normiert.

„Der Ausschluss des Stimmrechts kann *ausschließlich* mit einem bestimmten Vorzug aufgewogen werden, nämlich nur mit einem „nachzuzahlenden Vorzug“ bei der Gewinnverteilung.“³⁰⁹ „Mit Vorzugsbetrag in § 116 Abs 2 AktG (nunmehr § 12a AktG) ist allein der *Gewinnvorzug* im Sinne der Priorität gemeint, auf eine allfällige Mehrdividende oder die Befriedigung eines sonstigen Vorrechts kommt es nicht an.“³¹⁰

Das bloße *Nichtzahlen* der Vorzugsdividende hebt einen Stimmrechtsausschluss noch nicht auf, falls aber schon ein vorjährig verbliebener *Rückstand* besteht und beides *nicht voll* zur Auszahlung gelangt, lebt das Stimmrecht *vorübergehend* - bis zur vollständigen Zahlung -

³⁰⁷ Aktionärsrechte-Richtlinie 2007/36/EG, ABl 2007/184, 17.

³⁰⁸ Vgl EB RV 208 BlgNR 24. GP 9.

³⁰⁹ Strasser in Jabornegg/Strasser AktG⁴, § 115 Rz 1.

³¹⁰ Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss (Hrsg), Kommentar zum Aktienrecht (2003) § 116 Rz 10.

auf.³¹¹ Das Aufleben lässt sich satzungsmäßig *nicht abbedingen*, auch ein Verzicht ist aufgrund der zwingenden Natur des § 12 Abs 1 S 1 AktG *nicht* möglich.³¹²

Der Ausschluss des Stimmrechts ist immer nur zur Gänze möglich, da es sonst indirekt zu Mehrstimmrechten käme.³¹³

Stimmrechtslose Vorzugsaktien werden bei Beschlussfassungen nicht zur Berechnung des vertretenen Grundkapitals herangezogen; anders bei einer allfällig erforderlichen Kapitalmehrheit, bei welcher es nur auf die Höhe des Kapitalbesitzes ankommt.³¹⁴

6.1.2. Schaffung

In diesem Zusammenhang ist zu unterscheiden, ob Vorzugsaktien bereits in der ursprünglichen Satzung vorgesehen sind oder ob solche erst später geschaffen werden sollen:

- Ursprüngliche Satzung

Vorzugsaktien können in der ursprünglichen Satzung verankert werden. So sieht § 17 Z 4 AktG Informationen über Anzahl oder etwaigen Nennbetrag sowie die konkrete Ausgestaltung, als notwendige Satzungsbestandteile vor.³¹⁵ Dazu bedarf es zumindest *einer* Aktie dieser Art. Weiters dürfen derartige Aktien nur bis zu einem *Drittel* des Grundkapitals ausgegeben werden.³¹⁶

- Nachträgliche Satzungsbestimmung

Sollen Stammaktien in Vorzugsaktien umgewandelt werden, ist ein satzungsändernder *HV-Beschluss* erforderlich. Zusätzlich bedarf es laut hM³¹⁷ der Zustimmung derjenigen, die vom Stimmrechtsausschluss *betroffen* sind, da in ihr grundsätzlich unentziehbar ausgestaltetes Recht eingegriffen wird. Fraglich ist, ob auch die Zustimmung nicht direkt betroffener Stammaktionäre nötig ist; dies wird basierend auf dem Gleichbehandlungsgebot des § 47a AktG großteils bejaht³¹⁸.

³¹¹ Vgl Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG⁴ § 116 Rz 2.

³¹² Vgl Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 115 Rz 25.

³¹³ Vgl Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG⁴ § 116 Rz 2.

³¹⁴ Vgl Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 115 Rz 25.

³¹⁵ Vgl Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 115 Rz 30.

³¹⁶ Vgl Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG⁴ § 115 Rz 2.

³¹⁷ Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG⁴ § 115 Rz 2.

³¹⁸ Bezzemberg in Großkommentar zu Aktiengesetz⁴ (2003) § 139 Rz 41; Hüffer, Aktiengesetz⁸ (2008) § 139 Rz 12.

In Bezug auf das Zustimmungserfordernis wird in der Lehre³¹⁹ überwiegend die *Einzelzustimmung* gefordert. Abweichend dazu hält *Schmidt* einen Sonderbeschluss analog zu § 146 Abs 2 AktG für ausreichend. Ein wertender Vergleich mit ähnlich gelagerten Sonderbeschlusstatbeständen ergibt, dass bei einer Aktienumwandlung kein strengerer Maßstab angelegt werden kann als zB bei einer Satzungsänderung zulasten einer bestimmten Aktiengattung. Die Satzung kann dafür auch eine Ermächtigung enthalten, diese hat dann mit satzungsänderndem HV-Beschluss zu erfolgen. Ferner besteht die Möglichkeit in der Satzung Umwandlungen von Aktien an den Eintritt von bestimmten Bedingungen oder den Ablauf einer Frist zu binden.³²⁰

- **Kapitalerhöhung**

Eine weitere Möglichkeit zur Schaffung von Vorzugsaktien bildet eine Kapitalerhöhung. Aufgrund des gesetzlich normierten Bezugsrechts gibt es *kein* besonderes Zustimmungserfordernis für Stammaktionäre. Gem § 129 Abs 2 iVm Abs 3 AktG bedarf es aber eines *Sonderbeschlusses*, wenn bereits stimmrechtslose Vorzugsaktien bestehen, da dann eine mittelbare Beeinträchtigung vorliegt.³²¹

6.1.3. Umwandlung

Sollen Vorzugsaktien in Stammaktien umgewandelt werden, ist neben einem satzungsändernden Hauptversammlungsbeschluss ein *Sonderbeschluss der Vorzugsaktionäre* gem § 129 Abs 3 AktG erforderlich. Stammaktionäre haben nur dann gesondert abzustimmen, wenn im Hauptversammlungsbeschluss Aktionäre anderer Gattungen mitgestimmt haben.³²²

Ist der Vorzug an eine Frist oder Bedingung gebunden, bedarf es zu seiner Aufhebung oder Beschränkung keines Sonderbeschlusses der Vorzugsaktionäre, da es zu keiner Beeinträchtigung ursprünglicher Rechte kommt.³²³ Bei Bedingungen, deren Eintritt vom Willen des Vorstands abhängt, entfällt die Notwendigkeit eines zustimmenden Sonderbeschlusses der Vorzugsaktionäre allerdings nicht.

Die Auslegung der den Vorzug unter einer auflösenden Wollensbedingung einräumenden Satzungsbestimmung kann ergeben, dass nicht bloß die beigesetzte Bedingung (teil)nichtig ist, sondern dass die Vorzugseinräumung *als Ganzes* als nichtig zu bewerten ist. Die Nichtig-

³¹⁹ *Bezzenberg* in Großkomm AktG⁴ § 139 Rz 41; *Volhard* in Münchener Kommentar zum Aktiengesetz² Bd 4 (2004) § 139 Rz 5; *Zöllner* in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz³ Bd 6 (2004) § 139 Rz 23.

³²⁰ Vgl *Schmidt* in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 115 Rz 31 ff.

³²¹ Vgl *Schmidt* in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 115 Rz 36 f.

³²² Vgl Senger/Vogelmann, Die Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien, AG 2002, 194.

³²³ Vgl *Schmidt* in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 117 Rz 12 f.

keit beruht darauf, dass der Vorstand von jeder Kompetenz zur Entscheidung über die der Hauptversammlung vorbehaltene Gestaltung der Aktionäre ausgeschlossen sein soll, wovon in solchen Fällen nicht die Rede sein kann.³²⁴ „In einem solchen Fall endet der Vorzug ohne weiteres, weil es sich nicht um einen als Satzungsänderung nach §§ 145 ff AktG einzuordnenden Vorgang handelt.“³²⁵

6.1.4. Rechtsvergleich dAktG und öAktG

Die deutschen Parallelbestimmungen stimmen größtenteils mit den österreichischen überein. Die Unterschiede beruhen hauptsächlich auf der Reformierung des dAktG 1965 und sind überwiegend klarstellender Natur.

Entscheidende Unterschiede enthalten: § 139 Abs 1 dAktG, der im Gegensatz zu § 12a Abs 2 öAktG die Ausgabe von Vorzugsaktien bis zur *Hälfte* des Grundkapitals zulässt.

§ 129 öAktG und § 141 dAktG weichen in den Abs 2 und 3 inhaltlich voneinander ab. In Abs 2 erlaubt die deutsche Bestimmung abweichend von der österreichischen, einen Satzungsvorbehalt in Bezug auf die Ausgabe neuer Vorzugsaktien unter der kumulativen Voraussetzung, dass das Bezugsrecht der Altaktionäre nicht ausgeschlossen ist. In diesem Fall bedarf es keiner Zustimmung der Vorzugsaktionäre. In Abs 3 wird klargestellt, dass die verfahrensrechtlichen Einzelheiten und die erforderliche $\frac{3}{4}$ -Mehrheit bei Sonderbeschlüssen zwingenden Charakter haben.³²⁶

6.2. Höchststimmrecht

6.2.1. Wesen

Im Zuge des ARÄG 2009 wurde die Bestimmung des § 114 Abs 1 S 2 AktG wortgleich in § 12 Abs 1 S 2 transferiert.³²⁷ Auch aus den Mat³²⁸ lässt sich keine Änderung ableiten, daher sind mE die bisherige Lit sowie die Entscheidungspraxis nach wie vor zur Auslegung heranzuziehen.

Das Gesetz verlangt nicht nur in § 12 Abs 1 AktG, dass jede Aktie das Stimmrecht gewährt (S 1), sondern auch, dass jede Aktie das *gleiche Stimmrecht* vermittelt, als Maßstab für die Bemessung der Stimmkraft gilt der Aktiennennbetrag gem S 2 par cit; auch als Kapitalprinzip bekannt. Dieser Grundsatz besagt, dass das Gleichgewicht zwischen Kapitaleinsatz und

³²⁴ Vgl Strasser in Jaborlegg/Strasser, AktG⁴ § 117 Rz 1; OGH 29.8.1995, 1 Ob 586/94.

³²⁵ OGH 29.8.1995, 1 Ob 586/94.

³²⁶ Vgl Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 115-117 Rz 9, 44.

³²⁷ Vgl S Bydlinski/Bachner, Aktienrechts-Änderungsgesetz – Der Übergang in das neue Regime, GeS 2009, 98.

³²⁸ EB RV 208 BlgNR 24. GP 9.

Stimmkraft auch ein Gleichgewicht zwischen Risikoübernahme, Interessensicherung und Einflusssicherung in der Gesellschaft garantiert.³²⁹

„Nach § 12 Abs 2 AktG kann die Satzung für den Fall, dass ein Aktionär mehrere Aktien besitzt, das Stimmrecht durch Festsetzung eines *Höchstbetrages* oder einer *Abstufung* beschränken.“³³⁰ Durch die Möglichkeit ein Höchststimmrecht festzusetzen normiert der Gesetzgeber eine Ausnahme des Kapitalprinzips, indem bei höheren Kapital- und Risikoeinsatz eine relativ geringere Macht gewährt wird.³³¹

Höchststimmrechte können auch nachträglich durch Satzungsänderung entstehen. Umstritten ist aber, ob es dabei einer *Zustimmung* der betroffenen Aktionäre bedarf. Ein Teil der Lehre³³² bejaht die Erforderlichkeit mit der Begründung, dass es sich um einen Eingriff in bestehende Mitgliedschaftsrechte handelt. Schon deshalb ist aus *Gleichbehandlungsgründen* jedenfalls die Einzelzustimmung der Betroffenen einzuholen, da der betroffene Aktionär durch die Einführung der Stimmkraftbeschränkung unmittelbar in seinen Stimmrechten beschränkt wird.³³³ Für *Thiery* wäre eine Ungleichbehandlung nur zulässig, wenn dafür ein gerechtfertigter *sachlicher Grund* besteht und Entschädigung geleistet wird, ähnlich wie bei der Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses.³³⁴ *Strasser* lehnt die Erforderlichkeit einer Einzelzustimmung ab, da die Beschränkung alle Aktionäre in *gleichem Maße* – nur für die Dauer ihres mehrfachen Aktienbesitzes – trifft und die Verkehrsfähigkeit der Aktien dadurch keine Einbuße erleidet.³³⁵ Ich schließe mich der Meinung von *Strasser* an und lehne eine Einzelzustimmung ab, da der betroffene Aktionär schon bei der Satzungsänderung ein meist gewichtiges Mitspracherecht hatte, was das Wesen einer Mehrheitsabstimmung ist, sonst müsste wegen jeder Ungleichbehandlung eine Einzelzustimmung erfolgen.

Auch der deutsche BGH³³⁶ sah keinen Verstoß gegen den Gleichheitsgrundsatz, denn die körperschaftliche Verfassung einer AG bringe es mit sich, dass ein Aktionär grundsätzlich Eingriffe in sein Mitgliedschaftsrecht, die ihn unter den konkreten Umständen des Einzelfalls ungleich stärker als andere Gesellschafter belasten, in gewissen Grenzen hinnehmen müsse.

³²⁹ *Kalss*, Höchststimmrecht als Garant für Aktionärseinfluß?, *GesRZ* 1992, 25; *Kalss*, Das Höchststimmrecht als Instrument zur Wahrung des Aktionärseinflusses (1992) 53 ff.

³³⁰ Vgl *Thiery*, Höchststimmrechte für Aktionäre, *NZ* 1989, 81.

³³¹ *Kalss*, *GesRZ* 1992, 25.

³³² *Kastner*, Aktiengesetz 1965, *JBl* 1965, 392; *Thiery*, *NZ* 1989, 81; *Immenga*, Grenzen der nachträglichen Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen, *BB* 1975, 1042.

³³³ Vgl *Schmidt* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, *AktG* § 114 Rz 29.

³³⁴ *Thiery*, *NZ* 1989, 87.

³³⁵ Vgl *Strasser* in *Jabornegg/Strasser*, *AktG*⁴ § 114 Rz 8.

³³⁶ BGH 19.12.1977, *BGHZ* 70, 114.

„Im Unterschied zu Mehrstimmrechtsaktien³³⁷ bilden Aktien, die dem Höchststimmrecht unterliegen, *keine eigene Aktiengattung*, da nicht die Aktie selbst und das durch die Aktie vermittelte Mitgliedschaftsrecht betroffen sind, sondern das Wirksamwerden der Beschränkung vom jeweiligen Aktienbesitzer, von der Person, genauer vor ihrem Anteilsbesitz abhängt.“³³⁸

6.2.2. Anwendungsbereich

Mit Hilfe von Höchststimmrechten kann das *Stimmgewicht* von Großaktionären in Schranken gehalten werden. Überdies dienen sie dem Schutz des Kleinaktionärs, der sonst nur in Minderheitenrechten verwirklicht ist.³³⁹ Weiters stärken Höchststimmrechte die *Unabhängigkeit des Vorstandes* und verhindern die Schaffung von Sondervorteilen zu Lasten der Gesellschaft. Ferner wird dadurch auch die Schaffung oder Erhaltung einer breiten *Aktienstreuung* ermöglicht.³⁴⁰ Sie fördern zusätzlich die Unabhängigkeit der Willensbildung und das Entstehen von ad-hoc-Mehrheiten.³⁴¹ Nützlich erweist sich dieses Instrument schließlich zur Abwehr unerwünschter Einflüsse Dritter oder feindlicher Übernahmen.³⁴²

6.2.3. Ausgestaltung

„Anders als beim Mehrstimmrecht haftet diese besondere Ausgestaltung des Stimmrechts nicht einer oder mehreren Aktien an; betroffen ist vielmehr *nur der Aktionär*, wenn und so lange er mehrere Aktien besitzt.“³⁴³ Die einfachste Form der Stimmkraftbeschränkung ist die Bestimmung eines Höchstbetrages bis zu dessen Erreichung Stimmrechte mitsteigen, darüber hinausgehende Stimmrechte aber *ruhen*.³⁴⁴

Weitere Möglichkeiten sind die Limitierung einer höchstzulässigen Stimmenzahl, die Beschränkung auf Nennwertmaximalbeträge, eine Differenzierung nach Beschlussgegenständen³⁴⁵ oder die Festlegung einer Abstufung. Die Abstufung kann verschiedenst ausgestaltet sein wie zB: Bis zu einem Gesamtnennbetrag gewähren Aktien die volle Stimmenanzahl, während die weiteren Aktien nur eine geringere Stimmkraft haben. Es sind auch mehrere Ab-

³³⁷ S u Kapitel 4.3.3.

³³⁸ Kalss, GesRZ 1992, 28.

³³⁹ Vgl Torggler, Vertragliche Gestaltungen zur Wahrung des Gesellschaftereinfusses, GesRZ 1990, 188.

³⁴⁰ Vgl Thiery, NZ 1989, 82; Nowotny, Höchststimmrecht als Abwehrmechanismus gegen Übernahmen?, RdW 2001, 130.

³⁴¹ Kalss, GesRZ 1992, 28.

³⁴² Vgl Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 114 Rz 19.

³⁴³ Vgl Torggler, GesRZ 1990, 188.

³⁴⁴ Vgl Thiery, NZ 1989, 82.

³⁴⁵ Beispielsweise für Satzungsänderungen, Aufsichtsratswahlen oder Kapitalerhöhungen. (Vgl Thiery, NZ 1989, 82.).

stufungen oder auch eine Kombination aus Abstufung und Höchststimmrecht möglich.³⁴⁶ „Abstufungen nach anderen Kriterien als dem Umfang des Aktienbesitzes, [...], sind nicht möglich.“³⁴⁷

Die Grenzen der Zulässigkeit sind allgemein das *Verbot der Mehrstimmrechte* und der Grundsatz, dass jeder Aktionär zumindest *eine Stimme* haben muss.³⁴⁸ Dem Gesetzeswortlaut zufolge kann ein Höchststimmrecht nur dann greifen, wenn der Aktionär mehrere Aktien besitzt. Nach einem Teil der Lehre³⁴⁹ darf daher die untere Grenze der Stimmkraftbeschränkung bei Aktien mit verschiedenen Nennwerten nicht unter dem höchsten Aktiennennbetrag liegen.³⁵⁰ Andere Autoren³⁵¹ vertreten die Ansicht, dass man auf die Kapitalbeteiligung der einzelnen Aktie und nicht auf die Anzahl der Aktien abstimmen muss. Daraus würde folgen, dass man auch - entgegen dem Gesetzeswortlaut - Aktionäre mit nur einer Aktie in ihrem Stimmrecht beschränken könnte.³⁵²

Ein Abstimmen nach Köpfen soll auch zulässig sein, was von nach der herrschenden deutschen Lehre bejaht wird.³⁵³ Zöllner sieht den Sinn der Stimmkraftbeschränkung nicht in der gänzlichen Verhinderung von Einflussvermehrung, sondern darin, größere Machtballungen hintanzuhalten. Er empfiehlt daher die Schwelle höher anzusetzen als beim niedrigsten Nennbetrag der ausgegebenen Aktien.³⁵⁴

Das Höchststimmrecht muss für alle Aktionäre *gleich* gelten. Dies lässt sich aus dem Verbot von Mehrstimmrechtsaktien und dem allgemeinen Gleichbehandlungsgebot ableiten. Daher ist es unzulässig, einzelne Aktionäre zu beschränken und andere nicht. Str ist die Zulässigkeit einer Beschränkung einzelner Aktiengattungen in ihrem Stimmrecht. Ein Teil der Lehre³⁵⁵ lehnt eine solche aus denselben Gründen wie bei der Beschränkung einzelner Aktionäre ab. Die privilegierten Aktiengattungen würden dadurch eine gesicherte Position erlangen und ein „funktionales Mehrstimmrecht“ erhalten. Eine andere Meinung³⁵⁶ leitet mit dem *argumentum a fortiori*, aus der Zulässigkeit stimmrechtsloser Vorzugsaktien eine solche auch

³⁴⁶ Vgl Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 114 Rz 23.

³⁴⁷ Vgl Thiery, NZ 1989, 84.

³⁴⁸ Vgl Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 114 Rz 21 ff.

³⁴⁹ Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG⁴ § 114 Rz 7; Schmidt/Meyer-Landrut in Großkomm² § 114 Rz 9.

³⁵⁰ Vgl Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG⁴ § 114 Rz 7.

³⁵¹ Kalss, Höchststimmrecht, 58; Zöllner in KölnerKomm AktG³ § 134 Rz 29; Thiery, NZ 1989, 83 f.

³⁵² Vgl Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 114 Rz 22.

³⁵³ Hüffer, AktG⁸ § 134 Rz 14; Vollhard in MünchKomm AktG § 134 Rz 12; Semler in Münchner Handbuch des Gesellschaftsrechts. Bd 4: Aktiengesellschaft³ (2007) § 38 Rz 13.

³⁵⁴ Vgl Thiery, NZ 1989, 84.

³⁵⁵ Kalss, Höchststimmrecht, 64 ff; Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG, § 114 Rz 26.

³⁵⁶ Jabornegg in Jabornegg/Strasser, AktG⁴ § 12 Rz 9; Thiery NZ 1989, 82; von Godin/Wilhelmi, Aktiengesetz-Kommentar⁴ (1971) § 114 Rz 9; Zöllner in KölnerKomm AktG³ § 134 Rz 14.

für Stimmrechtbeschränkungen zu Lasten *einer* Aktiengattung ab.³⁵⁷ Außerdem rechtfertigen sie ihren Ansatz mit dem Willen des historischen Gesetzgebers, nach dem das Höchststimmrecht auf eine Aktiengattung eingeschränkt werden können sollte.³⁵⁸

6.2.4. Wirkung

Grundsätzlich sind *alle Aktien*, die ein Aktionär besitzt von der Stimmrechtbeschränkung betroffen. Wie schon oben erwähnt, beschränkt das Höchststimmrecht nicht die einzelne Aktie in ihrem Stimmrecht, sondern verhindert eine *Stimmrechtkonzentration* in einer Hand. Aus diesem Grund muss sich ein Aktionär auch jene Stimmen zurechnen lassen die für ihn durch Bevollmächtigte oder Legitimationstreuhänder ausgeübt werden. Zuletzt bleibt der Aktionär immer noch wirtschaftlicher Eigentümer und kann daraus auch Weisungen erteilen.³⁵⁹ Ferner unterliegen auch Aktien, die von konzernverbundenen oder in einem Abhängigkeits- bzw Beherrschungsverhältnis zueinander stehenden Unternehmen, gehalten werden, einer solchen Beschränkung.³⁶⁰

Keine Auswirkung hat die Beschränkung hingegen auf *Minderheitenrechte* und allfällig notwendige *Kapitalmehrheiten*, da hier der Anteil am Grundkapital im Vordergrund steht.³⁶¹

6.2.5. Nachträgliche Beseitigung

Die Aufhebung von Höchststimmrechten erfolgt ebenso wie ihre Festsetzung durch Satzungsänderung gem §§ 145 Abs 1 iVm 146 Abs 1 AktG. Bei der Beschlussfassung bedarf es neben der einfachen Mehrheit zusätzlich einer Kapitalmehrheit, die mindestens $\frac{3}{4}$ des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals umfasst. Generell bedarf es *keiner* Zustimmung der Aktionäre, die von der Stimmrechtsbeschränkung des Höchststimmrechts bisher *nicht* betroffen waren. Trotz des Verlustes ihres relativ höheren Stimmrechtseinflusses wurde in *keine gesicherte Rechtsposition* eingegriffen, auch gegen den Gleichheitsgrundsatz wurde nicht verstößen. Wird die Stimmrechtsbeschränkung allerdings bloß für eine *Gattung* aufgehoben, bedarf es eines zustimmenden *Sonderbeschlusses* der anderen Gattungen, da das Verhältnis der Gattungen untereinander geändert wird.³⁶²

Satzungsbestimmungen können bedingt oder befristet ausgestaltet sein, daher kann auch

³⁵⁷ Vgl Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 114 Rz 26.

³⁵⁸ Vgl Kalss, GesRZ 1992, 29.

³⁵⁹ Vgl Thiery, NZ 1989, 84.

³⁶⁰ Vgl Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 114 Rz 26.

³⁶¹ Vgl Thiery, NZ 1989, 85.

³⁶² Vgl Kalss, Höchststimmrecht, 105; Zeisig, Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht der AG eine Untersuchung zu Höchststimmrechten und Mehrstimmrechten (1996).

die Beschränkung durch ein Höchststimmrecht vom Eintritt einer Bedingung oder dem Ablauf einer Frist abhängig sein. Wie oben³⁶³ schon erwähnt kann die Auslegung von Bedingungen, die vom Willen des Vorstands abhängig sind, zu deren Nichtigkeit führen.

6.2.6. Rechtsvergleich dAktG und öAktG

Seit dem KonTraG³⁶⁴ 1998 sind Höchststimmrechte in Deutschland nur mehr bei nichtbörsennotierten Gesellschaften zulässig, da die Entkoppelung von Kapitaleinsatz und Stimmkraft vom Kapitalmarkt als misslich empfunden wurde.³⁶⁵

Die hL³⁶⁶ in Deutschland sieht auch die Stimmrechtbeschränkung zu Lasten einer bestimmten Aktiengattung als zulässig und begründet dies mit Willen des Gesetzgebers, der absichtlich von diesem Verbot Abstand genommen hat.³⁶⁷

Im deutschen Aktienrecht gelten die oben erwähnten Zusammenrechnungsvorschriften als bloße *Ordnungswidrigkeiten*, und unterliegen daher einem Vorsatzerfordernis. Dies führt zu Beweisschwierigkeiten und in weiterer Folge zur Ineffizienz der Regelung. In Österreich hingegen findet eine Zurechnung kraft Gesetzes statt.³⁶⁸

In Bezug auf die nachträgliche Beseitigung von Höchststimmrechten sieht die herrschende deutsche Lehre³⁶⁹, eine Zustimmung der „Kleinaktionäre“ nach § 35 dBGB³⁷⁰ als nicht erforderlich, da sie *keine Sonderrechte* erhalten haben.

6.3. Mehrstimmrechte

Mehrstimmrechtsaktien sind gem § 12 Abs 3 AktG in Österreich *unzulässig*, da es im Gegensatz zum Höchststimmrecht nicht zu einer Stimmrechtszersplitterung, sondern zu einer *Bündelung* kommt. Ferner soll die Entscheidungsgewalt eher bei denjenigen liegen, die kapitalmäßig höher beteiligt und daher eher am Wohl der Gesellschaft interessiert sind.³⁷¹

Aufgrund dieser Bestimmung ist auch der *teilweise Ausschluss* von Stimmrechten unzulässig. Überdies beginnt das Stimmrecht gem § 123 AktG erst mit *vollständiger* Leistung der

³⁶³ Kapitel 6.1.3.

³⁶⁴ Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, dBGBI I 786/1998.

³⁶⁵ Vgl Hüffer, AktG⁸ § 134 Rz 4; Volhard in MünchKomm AktG² § 134 Rz 8.

³⁶⁶ Volhard in MünchKomm AktG² § 134 Rz 12; Barz in Großkomm AktG⁴ Anm 16; von Godin/Wilhelmi, AktG⁴ Anm 7; Hüffer AktG⁸ Rz 14; Semler in MünchHdb AG § 38 Rz 13.

³⁶⁷ Vgl Kalss, Höchststimmrecht, 64; Volhard in MünchKomm AktG² § 134 Rz 12.

³⁶⁸ Vgl Thiery, NZ 1989, 85; Kastner, JBl 1987, 692; Volhard in MünchKomm AktG² § 134 Rz 14.

³⁶⁹ Zöllner, Kölner Komm AktG³ § 134 Rn 49; Semler in MünchHdb AG § 38 Rz 12.

³⁷⁰ Bürgerliches Gesetzbuch dBGBI I 42/2003 idF dBGBI I 3161/2009.

³⁷¹ Vgl Reich-Rohrwig/Thiery, Zur geplanten Einführung von Mehrstimmrechtsaktien, ecolex 1990, 27.

Einlage, da sonst erneut indirekt Mehrstimmrechte entstehen könnten.³⁷² Wie schon oben behandelt, müssen statuarische Stimmkraftbeschränkungen für alle Aktionäre auf dieselbe Weise gelten.

6.4. Auswirkung im Übernahmerecht

Stimmrechtslose Vorzugsaktien und durch Höchststimmrechte beschränkte Aktien sind von der Berechnung der erforderlichen Stimmenmehrheit *auszuklammern*.³⁷³ Bei der Berechnung der Kapitalmehrheit zählen derartige Stimmkraftbeschränkungen aber weiterhin mit.³⁷⁴ „Die Feststellung der Stimm- und der im Einzelfall zusätzlich geforderten Kapitalmehrheit erfolgt durch eine doppelte Zählung und nicht durch doppelte Abstimmung.“³⁷⁵

- **Vorzugsaktien**

Vorzugsaktien können *auch dann* keine Kontrolle iSd ÜbG vermitteln, wenn es gem § 12a Abs 2 AktG zu einem *Aufleben* der Stimmrechte kommt.³⁷⁶ „Das kann im Extremfall dazu führen, dass einem Aktionär mehr als **53%** der Stimmrechte zustehen, *ohne* dass ihn die Angebotspflicht trifft; denn ein materieller Kontrollbegriff der solche Konstellationen auffangen könnte *fehlt* – von Umgehungssachverhalten einmal abgesehen.“³⁷⁷

In diesem Sinne könnte der Vorzug vor wichtigen strategischen Entscheidungen nicht ausbezahlt werden, um diese mit den daraus resultierenden Stimmrechten zu beschließen. So normiert § 104 Abs 4 AktG: „*Bei der Beschlussfassung über die Verwendung des Bilanzgewinns ist die Hauptversammlung an den vom Vorstand mit Billigung des Aufsichtsrats festgestellten Jahresabschluss gebunden. Sie kann jedoch den Bilanzgewinn ganz oder teilweise von der Verteilung ausschließen, soweit sie auf Grund der Satzung hiezu ermächtigt ist. Die Änderungen des Jahresabschlusses, die hierdurch nötig werden, hat der Vorstand vorzunehmen.*“

Ein Großaktionär, der zB einen Teil seiner Aktien nachträglich in Vorzugsaktien umwandeln möchte, um nicht die Kontrollschwelle zu überschreiten, müsste nach hA³⁷⁸ dafür aufgrund des Gleichbehandlungsgebots gem § 47a AktG, die Zustimmung der nicht betroffenen

³⁷² Vgl Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 114 Rz 31.

³⁷³ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 11.

³⁷⁴ Vgl Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG⁴ § 114 Rz 7; Jud/Zollner/Terlitz, Höchststimmrechte bei Ermittlung übernahmerechtlicher Schwellenwerte, NZ 3/2002, 65; Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 114 Rz 24; Kalss/Nowotny/Schauer, Österreichisches Gesellschaftsrecht (2008) Rz 3/626.

³⁷⁵ Thiery, NZ 1989, 83.

³⁷⁶ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 22 Rz 11.

³⁷⁷ Deregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 183.

³⁷⁸ S o Kapitel 6.1.2.

Stammaktionäre einholen. Eine andere Möglichkeit bietet die Kapitalerhöhung in Form von Vorzugsaktien. Hier liegt das Problem in dem Bezugsrecht der anderen Aktionäre gem § 153 Abs 1 AktG, dessen Ausschluss wegen der Schwere des Eingriffs auch ohne ausdrückliche gesetzliche Anordnung einer sachlichen Rechtfertigung bedarf.³⁷⁹

So muss ein überwiegendes Gesellschaftsinteresse an dem Ausschluss bestehen, dh über jenem der Altaktionäre an der Ausübung ihres Bezugsrechts liegen. HL³⁸⁰ und Rsp³⁸¹ haben hiezu folgende Kriterien festgelegt: Das verfolgte Ziel muss im Gesellschaftsinteresse liegen, der Bezugsrechtsausschluss muss zur Zweckverfolgung geeignet sein sowie das gelindeste Mittel darstellen und die Interessen der Gesellschaft müssen gegenüber den Interessen der vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Aktionäre überwiegen.³⁸²

„Eine Kapitalerhöhung mit Sacheinlage erfordert im Regelfall, dass das Bezugsrecht zugunsten des Inferenten ausgeschlossen wird; dies ist auch bei der Sacheinlage und insb auch für Unternehmenseinbringungen zu rechtfertigen.“³⁸³ Dafür bedarf es lediglich eines sachlichen Interesses der Gesellschaft am Einlagegegenstand.

Schwieriger ist die Rechtfertigung bei Barkapitalerhöhungen, da sie sich nicht aus der Natur der Einlage ergibt. Das Gesellschaftsinteresse muss sich auf andere Faktoren stützen. Im Einzelnen können die Person des Einlegers, eine hohe Gegenleistung oder abwicklungstechnische Gründe für ein solches sprechen. Der Ausschluss ist im Gegensatz zur Sacheinlage realtypisch eher die Ausnahme, daher sind sehr strenge Maßstäbe anzulegen.³⁸⁴ Nach *Lutter* ist zB ein Bezugsrechtsausschluss unzulässig, wenn es bloß darum geht einem bestimmten Aktionär zu helfen, Mehrheitspositionen zu erreichen oder bestimmte Schwellen zu überschreiten, da solche Maßnahmen im Interesse des jeweiligen Aktionärs und nicht in dem der Gesellschaft liegen. Allein ein höherer Ausgabekurs reicht auch nicht aus.³⁸⁵ Als gerechtfertigt sieht es *Winner*, wenn wegen besonderen Sachverhaltselementen nicht bis zum Ende der Ausführungsfrist des Bezugsrechts gewartet werden kann, wie dies insb bei Sanierungen oder Plat-

³⁷⁹ Vgl *Nagele* in *Jabornegg/Strasser*, AktG⁴ § 153 Rz 31; *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 153 Rz 114.

³⁸⁰ *Ofner*, Die Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung, GesRZ 1987, 24 ff; *Reich-Rohrwig*, Sanierung durch vereinfachte Kapitalherabsetzung und -erhöhung, GesRZ 2001, 72; *Nagele* in *Jabornegg/Strasser*, AktG⁴ § 153 Rz 31; *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 153 Rz 114.

³⁸¹ OGH 15.10.1985, 5 Ob 526/84.

³⁸² Vgl Näher dazu *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 153 Rz 118 ff.

³⁸³ *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 153 Rz 130.

³⁸⁴ Vgl *Winner* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 153 Rz 127.

³⁸⁵ *Lutter* in *KölnerKomm* AktG³ § 186 Rz 74.

zierungen im Ausland der Fall ist.³⁸⁶

Die Vorteile der Vorzugsaktien gegenüber den Stammaktien sind die Nicht-Berücksichtigung bei der Kontrollschwelle trotz Anteil am Grundkapital und die Möglichkeit eines Auflebens, dass durch die Gewinnverteilung gesteuert werden kann. Die vielfach normierten Zustimmungsregeln³⁸⁷ und sonstigen Hindernisse im Zusammenhang mit Vorzugsaktien machen aber Umgehungskonstruktionen sehr aufwendig und kompliziert.

• Höchststimmrechte

„Stimmrechte, die über die Höchststimmrechtsgrenze hinausgehen, ruhen.“³⁸⁸ Der Anteilseigner erhält bei Erwerb zwar selbst *keine* Stimmrechte, sie können aber auch von anderen *nicht* ausgeübt werden. Diese Stimmen sind daher „*aus dem Markt genommen*“ und vermiteln daher indirekt eine höhere Stimmkraft. Ein Großaktionär mit 75% der Anteile hat unabhängig vom Bestehen einer Stimmrechtsbeschränkung nur mehr 25% der Stimmrechte gegen sich, berücksichtigt man noch die geringen Streubesitzpräsenzen von durchschnittlich 11%, herrscht er nahezu uneingeschränkt.³⁸⁹ Für die genaue Ermittlung der „*effektiven Stimmkraft*“ sind mehrere Faktoren von Bedeutung. Sie ist umso stärker, je größer der sich in Streubesitz befindliche Anteil am Grundkapital ist, dh ihre einflussbeschränkende Wirkung ist indirekt proportional zur Höhe des von der Stimmkraftbeschränkung betroffenen Kapitals. Daher hat ein Aktionär mit einer Beteiligung von 30% bei einer Höchststimmrechtsquote von 10% eine effektive Stimmkraft von 12,5%, unter der Voraussetzung, dass sich die restlichen Anteile in Streubesitz befinden.³⁹⁰

Ein zusätzlicher Vorteil für den Anteilinhaber bietet die Möglichkeit unbeschränkt zusätzliche Aktien erwerben zu können. Es behindert ihn dabei keine „Creeping-in“-Regelung, da er keine kontrollierende Beteiligung iSd § 22 Abs 2 ÜbG hat. Auch sonstige Einschränkungen im Bezug auf den Zukauf von Aktien sieht der Gesetzgeber für solche Fälle nicht vor. Wenn der Zeitpunkt am Markt günstig erscheint, kann er das Höchststimmrecht problemlos mit einer $\frac{3}{4}$ -Mehrheit wieder beseitigen. Eine solche erreicht er bei den oben ermittelten Streubesitzpräsenzen in Österreich und einer Höchststimmrechtsquote von beispielsweise 25% sehr

³⁸⁶ Winner in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 153 Rz 127.

³⁸⁷ S o Kapitel 6.1.1 f.

³⁸⁸ Schmidt in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG § 114 Rz 21.

³⁸⁹ Vgl Gall in Huber, ÜbG, § 24 Rz 19.

³⁹⁰ Vgl Jud/Zollner/Terlitzka, Höchststimmrechte, NZ 3/2002, 65; Die Formel zur Berechnung lautet: $S=[x/(Z+y*H)]*100$; wobei **S** die effektive Stimmkraft, **x** die Höhe des ausübaren Stimmrechts, **Z** der Prozentsatz der nicht betroffenen Anteile, **y** die Zahl der betroffenen Aktionäre und **H** die Höchststimmrechtsquote darstellen. (Cahn, Probleme der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten nach dem WpHG bei der Veränderung des Stimmrechtsanteils an börsennotierten Gesellschaften, Die AG 1997, 505 f.).

wahrscheinlich, da ja zusätzlich seine beschränkten Stimmrechte auch von niemand anderen ausgeübt werden können. Eine Höchststimmrechtsgrenze unter 30% hat außerdem den Vorteil, dass keine Mitteilungspflicht gegenüber der ÜbK gem § 24 Abs 1 S 3 ÜbG besteht. Im Gegensatz zu Vorzugsaktien sind keine Sonderbeschlüsse von anderen Aktiengattungen zu fassen, auch Hindernisse wie Bezugsrechte bestehen nicht. Das Höchststimmrecht ist im Ganzen unkomplizierter um ein Pflichtangebot zu verhindern.

Eine Beherrschung ist trotz Stimmrechtsbeschränkung also möglich, wenn man zusätzlich noch die schon oben erläuterten geringen Streubesitzpräsenzen in Österreich berücksichtigt sogar wahrscheinlich. Im Bezug auf Höchststimmrechte sind mE auf jeden Fall zusätzliche gesetzliche Regelungen nötig, um den Minderheitenschutz in Österreich gewährleisten zu können. Überdies könnte man den Zukauf ab einer gewissen Beteiligungshöhe zB der „Creeping-in“-Regelung unterwerfen oder sonstwie einschränken.

- **Durchbrechungsregel**

„§ 27a ÜbG enthält eine Ermächtigung an die Satzung, strukturelle Übernahmehindernisse für den Fall eines Pflicht- oder Übernahmeangebots (freiwilliges Vollangebot) außer Kraft zu setzen.“³⁹¹ Statutarische und vertragliche Stimmrechtsbeschränkungen sind gem § 27a Abs 4 ÜbG für den Zeitraum zwischen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und der Abwicklung des Angebots unanwendbar, sofern die Hauptversammlung über Abwehrmaßnahmen während der Annahmefrist beschließen soll.³⁹² „Für Hauptversammlungen, die innerhalb von sechs Monaten nach Abwicklung des Angebots – maßgeblich ist der in der Angebotsunterlage bestimmte Zeitpunkt – abgehalten werden, greifen für Aufsichtsratsentscheidungen (Wahl bzw Abberufung) bzw für Satzungsänderungen statutarische und syndikatsvertragliche Stimmrechtsbeschränkungen gem § 27a Abs 5 ÜbG nicht.“³⁹³ Voraussetzung dafür ist, das Erreichen einer Mehrheit von mindestens 75% des stimmberechtigten Kapitals der Zielgesellschaft nach dem Angebot, wobei auf den Ablauf der Angebotsfrist abzustellen ist.

Der Durchbrechung unterliegende satzungsmäßige Stimmrechtsbeschränkungen stellen auch Höchststimmrechte gem § 12 Abs 2 AktG dar, dh sie kommen in diesem Zeitraum nicht zur Anwendung. Der satzungsmäßige Stimmrechtsausschluss bei stimmrechtslosen Vorzugsaktien stellt keine Stimmrechtsbeschränkung dar und wird daher auch nicht durchbrochen. Dies ergibt sich aus Art 11 Abs 6 ÜbRL, da ihre Stimmrechtsbeschränkung bereits durch be-

³⁹¹ Deregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 99.

³⁹² Vgl Trenkwalder in Huber, ÜbG, § 27a Rz 12.

³⁹³ Deregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 101.

sondere finanzielle Vorteile abgegolten wurde.³⁹⁴ „Werden Stimmrechts- oder Übertragungsbeschränkungen durchbrochen, so gebührt den dadurch betroffenen Gesellschaftern gem Abs 6 eine angemessene Entschädigung durch den Bieter, wobei etwaige im Syndikatsvertrag vorgesehene Konventionalstrafen keine Anwendung finden; für die Durchbrechung satzungsmäßiger Beschränkungen besteht kein Ersatzanspruch, weil die Zustimmung der beeinträchtigten Entsendungsberechtigten gem § 27a Abs 1 S 2 ÜbG ohnehin erforderlich ist.“³⁹⁵

6.5. Zwischenergebnis Stimmrechtsbeschränkungen

Dieses Kapitel hat die Möglichkeiten aufgezeigt, mit denen ein Pflichtangebot verhindert und doch Kontrolle ausgeübt werden kann. Die Aktien sind zwar nicht ständig stimmberechtigt, bieten aber trotzdem die Gelegenheit, Einfluss auf die Gesellschaft zu nehmen.

Wertpapiere, die nach Überschreiten der Höchststimmrechtsgrenze erworben werden, vermitteln ihrem Inhaber zwar keine Stimmrechte und somit auch keinen direkten Einfluss in der HV, aber auch keinem Anderen; sie sind sozusagen „aus dem Markt“ genommen. Durch den Zukauf von solchen nicht stimmberechtigten Aktien kann der Mehrheitsaktionär seinen relativen Anteil erhöhen, weil er die Anzahl etwaiger Gegenstimmen reduziert.

Bei Vorzugsaktien hingegen kann es zu einem Aufleben des Stimmrechts kommen, wenn die Vorzugsdividende nicht bezahlt wird und schon ein vorjährig verbliebener Rückstand besteht, der nicht voll zur Auszahlung gelangt. Im Extremfall kommt es bei dieser Aktiengattung dazu, dass einem Aktionär mehr als **53%** der Stimmrechte zustehen, *ohne* dass ihn die Angebotspflicht trifft.

Zusätzlich gelten solche Stimmrechtsbeschränkungen nur bei der Berechnung der Stimmenmehrheit, nicht aber für allfällig erforderliche Kapitalmehrheiten, die bei vielen wichtigen Entscheidungen den Ausschlag geben.

Neben der Möglichkeit aktiv ein Pflichtangebot zu verhindern, bestehen zahlreiche Ausnahmen, bei deren Erfüllung diese Pflicht gar nicht entsteht. Mit diesem Thema beschäftigt sich das nächste Kapitel ausführlich.

³⁹⁴ Vgl EB RV 1334 BlgNr 22. GP 19; Trenkwalder in Huber, ÜbG, § 27a Rz 27 f.

³⁹⁵ Deregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 101.

7. Gesetzliche Ausnahmen

7.1. Ausnahmen nach § 24 ÜbG

7.1.1. Grundlagen

7.1.1.1. Historische Entwicklung

Vor der Gesetzesänderung kannte § 24 ÜbG aF nur drei Ausnahmetatbestände:

- Den Aktienerwerb durch Schenkung unter Angehörigen, Erbgang oder Teilung von Vermögen aus Anlass einer Scheidung, Aufhebung oder Nichtigklärung einer Ehe.
- Aktienübertragung auf einen anderen Rechtsträger, an dem mittelbar oder unmittelbar ausschließlich dieselben Gesellschafter oder deren Angehörige im selben Beteiligungsverhältnis beteiligt sind, sinngemäß auch, wenn Aktien auf den Alleingesellschafter des bisherigen Aktionärs übertragen werden.
- Übertragung auf eine Privatstiftung, deren Begünstigte ausschließlich bisherige Gesellschafter oder Angehörige der Gesellschafter sind.

Daneben gab es die Möglichkeit, durch Verordnung der ÜbK Ausnahmen für Kreditinstitute festzulegen.

„Das ÜbG aF sah bereits auf Tatbestandsebene eine materielle Beurteilung der Kontrollsituation vor. Der Gesetzgeber des ÜbRÄG 2006 hat demgegenüber einen formellen Kontrolltatbestand eingeführt sowie generell das Zusammenspiel zwischen Auslösungstatbestand und Ausnahmebestimmung neu geordnet: Der Auslösetatbestand ist nunmehr quantitativ ausgestaltet, sodass der neue Kontrollaktionär mit Überschreiten der Schwelle von 30% der Stimmrechte grundsätzlich der Angebotspflicht unterliegt. Gleichzeitig wurden die Ausnahmetatbestände angepasst, um jene Fälle von der Angebotspflicht zu befreien, in denen typischerweise kein (materieller) Kontrollwechsel vorliegt. Insofern bietet der Auslösetatbestand nunmehr eine größere Planungssicherheit, erhöht aber letzten Endes die Anforderungen an die Ausnahmetatbestände.“³⁹⁶ Winner spricht in diesem Fall von einer Korrektur zugunsten des Kontrollaktionärs, da eine materielle Betrachtung unterhalb der Kontrollschwelle unterbleibt.³⁹⁷ ME ist diese asymmetrische Ausgestaltung des Kontrollbegriffs keine optimale Lösung für die Frage der Rechtssicherheit; ein Ruhen der kontrollbegründenden Anteile würde dieser Forderung näher kommen.

³⁹⁶ Gall in Huber, ÜbG, § 24 Rz 3.

³⁹⁷ Winner, ÖJZ 2006, 664.

7.1.1.2. Allgemeines

„§ 24 regelt Ausnahmen von der Angebotspflicht, wenn zwar die formelle Kontrollschwelle überschritten wurde, in materieller Hinsicht aber kein kontrollrelevantes Ereignis eingetreten ist.“³⁹⁸ Der Gesetzgeber legt hierbei sein Hauptaugenmerk darauf, den undifferenzierten formellen Kontrollbegriff zugunsten des Beteiligten, durch materielle Kriterien zu korrigieren.³⁹⁹ Dabei geht es nicht darum, ob beherrschender Einfluss tatsächlich ausgeübt wird, sondern ob er ausgeübt werden kann.⁴⁰⁰

Zur Beurteilung, ob ein beherrschender Einfluss vorliegt, ist nach *Diregger/Kalss/Winner* weiterhin auf die gesellschaftsrechtliche Lit zu § 15 Abs 2 AktG und § 115 Abs 2 GmbHG sowie auf die bisherige Praxis der ÜbK zurückzugreifen. Dies gilt natürlich nur mit der wichtigen Einschränkung, dass unter 30% kein beherrschender Einfluss vorliegt. Mit anderen Worten: beim Auslösungstatbestand kommt es auf die formelle Kontrollschwelle an und bei der Anwendung der Ausnahmeregeln auf den materiellen Abhängigkeitsbegriff.⁴⁰¹ Diese Ausnahme hat keine Bedeutung, wenn bereits der Auslösetatbestand selbst auf den beherrschenden Einfluss abstellt, wie insb § 22 Abs 3 Z 2 und § 22a Z 3.⁴⁰²

„Die bloße Erklärung eines Bieters gegenüber der ÜbK oder auch gegenüber dem allgemeinen Publikum, er würde in Zukunft ausschließlich unabhängige Aufsichtsratsmitglieder wählen oder die 30 bzw 26% übersteigenden Stimmrechte in der HV freiwillig nicht ausüben, ist für die in § 24 Abs 1 ÜbG normierte Befreiung von der Angebotspflicht *nicht ausreichend*. Gleiches gilt für den Abschluss eines sog Entherrschungsvertrags.“⁴⁰³ Es soll daher *trotz Überschreitens* der in §§ 22 ff ÜbG normierten formellen Kontrollschwelle nicht zur Pflicht der Anbotstellung kommen, wenn nach materieller Betrachtung die erlangte Beteiligung entweder *keinen* beherrschenden Einfluss vermitteln kann oder nach wirtschaftlicher Betrachtungsweise gar *nicht* zu einem Kontrollwechsel gekommen ist, da der Einfluss ausübende Rechtsträger, nicht gewechselt hat. Hier werden also jene Sachverhalte von der Angebotspflicht ausgenommen, in denen bei materieller Betrachtung keine wesentliche Änderung der bisher bestehenden Kontrollverhältnisse eingetreten ist. Die angesprochenen Sachverhalte

³⁹⁸ EB RV 1334 BlgNr 22. GP 15.

³⁹⁹ Vgl *Winner*, ÖJZ 2006, 664; *Kaindl/Rieder*, GesRZ 2006, 255; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 224.

⁴⁰⁰ Vgl EB RV 1334 BlgNr 22. GP 19.

⁴⁰¹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 231.

⁴⁰² Vgl EB RV 1334 BlgNr 22. GP 19.

⁴⁰³ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 230; s auch ÜbK v 12.6.2003, GZ 2003/1/4-63; auch mit Zweifeln *Doralt/Diregger* in MünchKomm AktG Bd 9/2, ÖKonzernR, Rz 37 ff.

sind somit auch für den Konzerneingangsschutz irrelevant.⁴⁰⁴

In Abs 1 normiert der Gesetzgeber eine Generalklausel, die eine Ausnahme von der Angebotspflicht dann vorsieht, wenn die kontrollierende Beteiligung an der Zielgesellschaft faktisch keinen beherrschenden Einfluss auf diese erlaubt oder der Rechtsträger, der diesen Einfluss bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise letztlich ausüben kann, nicht wechselt.⁴⁰⁵

Abs 2 und 3 zählen zur Präzisierung einige Sachverhaltskonstellationen als Beispiele, für das Fehlen eines beherrschenden Einflusses sowie den nicht eingetretenen Kontrollwechsel, auf.⁴⁰⁶ In der Sache ist § 24 ÜbG eine Neuformulierung und Präzisierung bereits bisher geltender Grundsätze.⁴⁰⁷ Diese Fallgruppen sind als *demonstrative*⁴⁰⁸ Aufzählung von Ausnahmetatbeständen und *nicht* als abschließende Regelung zu sehen.⁴⁰⁹ „Diese Tatbestände können daher unter diesem Gesichtspunkt jedenfalls erweiternd interpretiert und auf ähnlich gelagerte Sachverhalte ausgedehnt werden; so können sie die für Stimmbindungsverträge getroffenen Wertungen auch für die Beurteilung von Holdingkonstruktionen herangezogen werden und umgekehrt.“⁴¹⁰ „Ein Sachverhalt kann nach § 24 Abs 1 ÜbG begünstigt sein, obwohl keiner der präzisierenden Tatbestände in Abs 2 und 3 unmittelbar anwendbar ist. Umgekehrt sind die in § 24 Abs 2 und 3 ÜbG geregelten Fallgruppen immer im Lichte der Generalklausel auszulegen.“⁴¹¹

Die deutsche Regelung sieht in § 37 dWpÜG einen wenig determinierten Katalog von Fallgruppen vor, wobei die BaFin auf Antrag Ausnahmen von der Angebotspflicht gewähren kann. Die Tatbestände finden sich größtenteils in § 25 ÜbG wieder. Weitere Befreiungsmöglichkeiten sieht die zu § 37 dWpÜG ergangene WpÜG-Angebotsverordnung⁴¹² des deutschen Bundesministeriums der Finanzen vor.

Die ÜbRL geht nicht explizit auf Ausnahmen von der Angebotspflicht ein, sie normiert lediglich in Art 5 Fälle einer möglichen Preisanpassung. Als europarechtliche Grundlage für die Gewährung von Ausnahmen ist Art 4 Abs 5 ÜbRL zu sehen. Er ermöglicht den Mitgliedsstaaten generell Ausnahmen von den Bestimmungen der RL in ihren nationalen Regeln vorzusehen. Als Grenze für Ausnahmen gilt die Einhaltung der in Art 3 Abs 1 ÜbRL festgelegten

⁴⁰⁴ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 225.

⁴⁰⁵ Vgl Gall in Huber, ÜbG, § 24 Rz 7.

⁴⁰⁶ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 228.

⁴⁰⁷ Winner, ÖJZ 2006, 665.

⁴⁰⁸ Vgl EB RV 1334 BlgNr 22. GP 15; sowie Feststellungen des JA 1382 BlgNr 22. GP 3.

⁴⁰⁹ Vgl Winner, ÖJZ 2006, 664; Gall in Huber, ÜbG, § 24 Rz 7.

⁴¹⁰ Feststellungen des JA 1382 BlgNr 22. GP 3.

⁴¹¹ Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 228.

⁴¹² dBGBI I 4263/2001 idF dBGBI I 1697/2006.

allgemeinen Grundsätze, insb der Schutz der Minderheitsaktionäre. Die Ausnahmen nach § 24 ÜbG sind nach *Diregger/Kalss/Winner* und *Gall* europarechtlich unproblematisch, da keine Gefährdung der Minderheitsaktionäre besteht.⁴¹³

7.1.2. Fehlen eines beherrschenden Einflusses (Abs 2)

7.1.2.1. Majorisierung durch Drittaktionär (Z 1)

Voraussetzung für die Ausnahme nach § 24 Abs 2 Z 1 ÜbG ist die Beteiligung eines anderen Aktionärs, der alleine oder zusammen mit ihm gemeinsam vorgehender Rechtsträger (§ 1 Z 6 ÜbG) über zumindest gleich viele Stimmrechte der Zielgesellschaft verfügt als der Bieter. Hier muss es sich natürlich um einen unverbundenen Kernaktionär oder eine unverbundene Kernaktionärsgruppe handeln. Ungeachtet einer Beteiligung von mehr als 30% ist hier zu erwarten, dass der Beteiligte keinen beherrschenden Einfluss ausüben können wird, da es ihm an der erforderlichen HV-Mehrheit mangelt. Eine Gefährdung der Minderheitsaktionäre ist daher *nicht* zu erwarten.⁴¹⁴ Bei nachträglichem Ausstieg des größten Aktionärs kann es zum Wegfall der Privilegierung kommen, in diesem Fall stellt sich die Frage ob es nach § 22b Abs 1 wegen passiver Kontrollerlangung⁴¹⁵ überhaupt zu einer solchen kommt.⁴¹⁶

7.1.2.2. Majorisierung durch sonstige HV-Präsenz (Z 2)

Der Kernaktionär kann auch keinen beherrschenden Einfluss auf die Zielgesellschaft ausüben, wenn ihm seine Beteiligung, durch die hohe Hauptversammlungspräsenz der anderen Aktionäre, nicht die *Mehrheit* der Stimmrechte vermittelt.⁴¹⁷ Zum Zeitpunkt des Einstiegs des Kontrollaktionärs mit mehr als 30% ist zu untersuchen, welches Stimmgewicht ihm angesichts der üblichen HV-Präsenzen bei der Zielgesellschaft zukommen wird. Dafür ist auf die historischen⁴¹⁸ Präsenzquoren abzustellen, wobei wohl die einfache HV-Mehrheit, angesichts der Aufsichtsratsbestellung, entscheidend ist.⁴¹⁹ Die historischen Daten sind dabei nicht nach rein arithmetischen Gesichtspunkten zu ermitteln, sondern je nach Lage des Einzelfalls auch normativ zu korrigieren, wie zB um jene der ausgeschiedenen Aktionäre.⁴²⁰ Anhand des „Böhler-Uddeholm-Falls“ lässt sich gut zeigen, wie eine solche normative Korrektur vorge-

⁴¹³ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 227; *Gall* in *Huber*, ÜbG, § 24 Rz 1.

⁴¹⁴ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 228; *Gall* in *Huber*, ÜbG, § 24 Rz 11.

⁴¹⁵ S o Kapitel 4.2.1.3.

⁴¹⁶ Vgl *Gall* in *Huber*, ÜbG, § 24 Rz 12.

⁴¹⁷ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 235; *Gall* in *Huber*, ÜbG, § 24 Rz 13.

⁴¹⁸ Wohl auch EB RV 1334 BlgNr 22. GP 15 trotz irreführender Formulierung "hilfsweise"; s auch *Kaindl/Rieder*, GesRZ 2006, 255; *Gall* in *Huber*, ÜbG, § 24 Rz 17.

⁴¹⁹ Vgl *Gall* in *Huber*, ÜbG, § 24 Rz 11.

⁴²⁰ Vgl EB RV 1334 BlgNr 22. GP 15; s auch *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 235; *Kaindl/Rieder*, GesRZ 2006, 255.

nommen wird, um das historische Teilnahmeverhalten auf die sich nunmehr im Streubesitz befindlichen Anteile zu übertragen.⁴²¹ Auch der Einstieg eines oder mehrerer Paketaktionäre⁴²² ist bei der Berechnung der HV-Präsenzen zu berücksichtigen, da idR mit der Höhe der Beteiligung auch die Wahrscheinlichkeit einer HV-Teilnahme steigt und sich somit ein Gegengewicht zum Kernaktionär bildet.⁴²³

Der Beobachtungs- bzw Durchrechnungszeitraum für die Berechnung des Teilnahmeverhaltens wird seit dem ÜbRÄG 2006 nicht mehr gesetzlich geregelt. Zuvor stellte § 3 Abs 1 der 1. ÜbV zur Berechnung auf eine rein arithmetische Betrachtung der letzten drei HV bei konstanten Beteiligungsstrukturen ab.⁴²⁴ Im Gegensatz zu einer starren Festlegung eines Durchrechnungszeitraumes legen *Diregger/Kalss/Winner* besonderes Gewicht auf die im Zeitpunkt des Erlangens der kontrollierenden Beteiligung bestehenden Beteiligungsverhältnisse und die daraus resultierenden (zukünftigen) HV-Präsenzen wert, da wesentliche Änderungen der Beteiligungsverhältnisse kurzfristig Einfluss auf das Teilnahmeverhältnis hat, und es dadurch an Aussagekraft für die Zukunft verliert.⁴²⁵

Wie schon oben⁴²⁶ erwähnt, müssten **42%** des Streubesitzes durchschnittlich anwesend sein, um als ausreichendes Gegengewicht zu dienen. Angesichts der geringen Streubesitzpräsenzen in Österreich wird mE eine solche Ausnahme nur schlagend werden, wenn es neben dem Bieter noch einen oder mehrere kleinere/n Kernaktionär/e gibt.⁴²⁷

7.1.2.3. Beschränkung durch Höchststimmrecht (Z 3)

Die Angebotspflicht scheidet ferner dann aus, wenn die Ausübung der Stimmrechte aufgrund eines satzungsmäßigen Höchststimmrechts auf 30% beschränkt ist. Dieser Ausnahmetatbestand wird in der Lit⁴²⁸ als *überschießend* angesehen.

Diregger/Kalss/Winner kritisieren die Fortschreibung der „zweifelhaften rechtspolitischen Entscheidung“ des Gesetzgebers, dass es aufgrund des asymmetrischen Kontrollbegriffs bei einer 30% *nicht übersteigenden* Stimmrechtsquote nie zu einer Angebotspflicht kommen kann, selbst wenn trotzdem ein beherrschender Einfluss iSv § 15 Abs 2 AktG und

⁴²¹ Vgl ÜbK v 24.2.2005, GZ 2004/19-112 (Böhler-Uddeholm); *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 235; *Gall in Huber*, ÜbG, § 24 Rz 17.

⁴²² Ein Anleger mit einer Beteiligung über der in §§ 91 f BörseG geregelten Meldeschwelle von 5%. (*Gall, Angebotspflicht* 33 f).

⁴²³ Vgl *Gall in Huber*, ÜbG, § 24 Rz 17.

⁴²⁴ So auch nach wie vor *Gall in Huber*, ÜbG, § 24 Rz 14.

⁴²⁵ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 236.

⁴²⁶ Kapitel 4.1.4.

⁴²⁷ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 235.

⁴²⁸ *Winner*, ÖJZ 2006, 665; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 237.

§ 115 Abs 2 GmbHG ausgeübt werden kann. Weiters ist ein Hinzuerwerb weiterer Aktien über dem Schwellenwert unbeschränkt möglich was dazu führt, dass diese Stimmen auch von keinem anderen Aktionär ausgeübt werden können und daher „aus dem Markt“ genommen sind. Obwohl Stimmen, die über die Schwelle hinausgehen ruhen, erhöht sich jedoch die Kapitalmehrheit und indirekt auch wieder die Einflussmöglichkeit.⁴²⁹ Vom weiten Wortlaut des § 24 Abs 2 Z 3 ist sogar der Fall erfasst, dass der durch das Höchststimmrecht beschränkte Kernaktionär so 75% der Anteile erwerben, und dadurch in jedem erdenklichen Fall Kontrolle ausüben kann, da ihm nur mehr 25% der Stimmrechte gegenüberstehen.⁴³⁰ Die formelle Kontrollschwelle wird ferner, wie schon oben⁴³¹ näher erläutert wurde, kritisiert, da sie trotz der niedrigen HV-Präsenzen zu hoch angesetzt ist.

Angesichts letzteren werden mE Kernaktionäre bei der Einführung von satzungsmäßigen Höchststimmrechten einen geringeren Prozentsatz wählen als jenen ausnahmebegründenden des § 24 Abs 2 Z 3, da meistens schon bei weniger als 30% der Stimmrechte, Kontrolle ausgeübt oder zumindest durch Zukauf hergestellt werden kann. Somit wird auch die damit verbundene Mitteilungs- bzw Anzeigepflicht verhindert.

Aufgrund dieser Kritik und im Lichte der Generalklausel wird in der Lit⁴³² vertreten, dass Z 3 leg cit einschränkend ausgelegt werden muss. Auch die Mat⁴³³ sprechen gegen die gänzliche Befreiung von der Angebotspflicht. Die Höchststimmrechtsregelung soll nur dann als Ausnahme gelten, wenn das Höchststimmrecht „*die Ausübung von ausreichend Stimmrechten für die Beherrschung*“ verhindert. Beziiglich der einschränkenden Auslegung und ihrer Reichweite gibt es in der Lit unterschiedliche Ansätze:

Gall würde den Wortlaut dahingehend teleologisch reduzieren, dass eine Befreiung nur dann einsetzt, wenn die übrigen Aktionäre zumindest hypothetisch noch ein Gegengewicht zur HV-Mehrheit des Bieters bilden können. Eine Angebotspflicht würde daher dann entstehen wenn der Aktionär die Schwelle von 75% der Anteile überschreitet und kein anderer Ausnahmetatbestand greift.⁴³⁴

Winner sieht eine Ausnahme von der Angebotspflicht dann als unangemessen, wenn der Aktionär trotz des satzungsmäßigen Höchststimmrechts, aufgrund der von ihm gehaltenen

⁴²⁹ Vgl Gall in Huber, ÜbG, § 24 Rz 19.

⁴³⁰ Vgl Winner, ÖJZ 2006, 665; Deregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 237; Gall in Huber, ÜbG, § 24 Rz 14 ff.

⁴³¹ Kapitel 4.1.4.

⁴³² Winner, ÖJZ 2006, 665; Deregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 238; Gall in Huber, ÜbG, § 24 Rz 20.

⁴³³ EB RV 1334 BlgNR 22. GP 15.

⁴³⁴ Gall in Huber, ÜbG, § 24 Rz 20.

Beteiligung, die einfache Stimmenmehrheit *sicher* innehat.⁴³⁵

Strenger sind *Diregger/Kalss/Winner* indem sie § 26a ÜbG oder auch § 22b ÜbG analog anwenden, da es sonst zu dem seltsamen Ergebnis kommen würde, dass das Erlangen einer kontrollierenden Beteiligung iSd §§ 22 ff ÜbG weniger strengen Rechtsfolgen unterliegt als das Erlangen einer gesicherten Sperrminorität oder die passive Kontrollerlangung. Hier käme es dann zu einem Ex-lege-Ruhen der über 26% hinausgehenden Stimmen. Alternativ dazu könnte die Höchststimmrechtsregel der Z 3 leg cit mit Hilfe der Generalklausel des Abs 1 auf die Aussage reduziert werden, dass ein Höchststimmrecht von bis zu 30% nur dann von der Angebotspflicht befreit, wenn dennoch keine Beherrschungsmöglichkeit besteht.⁴³⁶

Trotz dieser einschränkenden Auslegung kann wie oben⁴³⁷ gezeigt weiterhin Kontrolle ausgeübt werden, da mit 30% oder auch 26% in Österreich, aufgrund der geringen HV-Präsenzen, meistens eine kontrollierende Beteiligung besteht. De lege ferenda ist daher mE entweder die formelle Kontrollschwelle herabzusenken, um Umgehungsmöglichkeiten zumindest einzuschränken oder es müssen spiegelbildlich zu den Ausnahmen über der Kontrollschwelle, materielle Vermutungen darunter festgelegt werden.

7.1.3. Nicht eingetretener Kontrollwechsel (Abs 3)

„Abs 3 enthält eine Aufzählung von Tatbeständen, bei denen zwar bei formaler Betrachtung ein Kontrollwechsel erfolgt, der tatsächlich kontrollierende Aktionär allerdings nicht wechselt. Den Tatbeständen ist gemein, dass die Angebotspflicht mangels Gefährdung der Vermögensinteressen der übrigen Beteiligungspapierinhaber überschießend wäre“⁴³⁸

„Für die qualitativ zu beurteilende Frage, ob es aus Anlass einer Beteiligungsänderung zu einem Kontrollwechsel gekommen ist, kann weitgehend auf die bisherige Entscheidungspraxis der ÜbK zurückgegriffen werden. Sieht man von den zahlreichen Änderungen im Detail ab, so entsprechen die angeführten Fallgruppen nämlich im Wesentlichen den schon bisher in § 24 und 25 Abs 1 Z 2 ÜbG idF vor dem ÜbRÄG 2006 geregelten Ausnahmen.“⁴³⁹

⁴³⁵ Winner, ÖJZ 2006, 665.

⁴³⁶ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 238.

⁴³⁷ Kapitel 4.1.4.

⁴³⁸ Gall in Huber, ÜbG, § 24 Rz 22.

⁴³⁹ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 240.

7.1.3.1. Umstrukturierung innerhalb von Konzernen und kontrollierenden Gruppen (Z 1 und 2)

Von diesen Ausnahmetatbeständen werden Umstrukturierungen innerhalb von Konzernen und Gruppen gemeinsam vorgehender Rechtsträger⁴⁴⁰ umfasst. Im Gegensatz zu § 24 Abs 1 Z 1 ÜbG aF wird nicht mehr auf die Wahrung der unmittelbaren oder mittelbaren Beteiligungsidentität abgestellt. Aus diesem Grund sind personelle Beteiligungsänderungen oder Änderungen der Beteiligungsquoten solange unschädlich, als der beherrschende Einfluss bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise nicht von einem anderen Rechtsträger oder einer anderen Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger ausgeübt werden kann.⁴⁴¹ Der Tatbestand erfasst insb Konzernumstrukturierungen *downstream*⁴⁴² und *upstream*⁴⁴³, die Inkorporierung von Syndikaten, die Liquidation von Syndikatsholdinggesellschaften unter gleichzeitiger *Auskehr des Beteiligungsbesitzes*⁴⁴⁴ an deren Gesellschafter sowie Subsyndizierungen⁴⁴⁵⁴⁴⁶.

Z 1 regelt den Fall, dass eine kontrollierende Beteiligung auf einen Rechtsträger übertragen wird, an dem der Übertragende eine unmittelbare oder mittelbare kontrollierende Beteiligung hält, eine sog *downstream*-Übertragung. Diese kann in Form einer Einbringung oder Verschmelzung oder jede sonstige Veräußerung einer kontrollierenden Beteiligung in eine Tochter- oder Enkelgesellschaft von statthen gehen. Z 2 regelt den contrarius actus der *upstream*-Übertragung. Die erforderliche Konzernzugehörigkeit ist ausschließlich nach übernahmerechtlichen Kriterien und nicht nach jenen des UGB zu beurteilen.⁴⁴⁷

Die Übertragung zwischen zwei 100%igen Schwestergesellschaften oder der Aufbau von Parallelstrukturen sind vom Gesetzeswortlaut nicht ausdrücklich erfasst⁴⁴⁸, da sie nicht auf Unter- oder Überordnung abstellen. Diese Fälle sind aber jedenfalls unter Rückgriff auf die

⁴⁴⁰ S o Kapitel 2.5.

⁴⁴¹ Vgl EB RV 1334 BlgNR 22. GP 15 f.

⁴⁴² (Mutter-Tochter-Verschmelzung) Verschmelzung der Muttergesellschaft auf die Tochtergesellschaft als übernehmende Gesellschaft; ein Down-Stream-Merger durch einen bei der Verschmelzung stattfindenden Erwerb eigener Anteile durch die übernehmende Tochtergesellschaft ist zulässig, wenn die Anteile sofort Zug um Zug für die Abfindung der Gesellschafter der übertragenden Muttergesellschaft verwendet werden. (*Rauter in Straube* (Hrsg), Fachwörterbuch zum Handels- und Gesellschaftsrecht (2006), 60).

⁴⁴³ (Tochter-Mutter-Verschmelzung) Verschmelzung der Tochtergesellschaft auf die Muttergesellschaft. Die Gewährung von Aktien der Mutter- an die Tochtergesellschaft ist hierbei unzulässig, wenn die Muttergesellschaft Aktien ihrer Tochtergesellschaft besitzt, weil es in diesem Fall zu einem unzulässigen Erwerb eigener Aktien käme. (*Ratka in Straube* , Fachwörterbuch, 60).

⁴⁴⁴ Die Anteile werden sofort Zug um Zug für die Abfindung der Gesellschafter verwendet; dieses Weiterleiten wird auch als „Auskehren“ bezeichnet. (*Rauter in Straube* , Fachwörterbuch, 60).

⁴⁴⁵ Die Syndizierung von einzelnen Syndikatsmitgliedern untereinander. (*Torggler in Straube* , Fachwörterbuch, 301).

⁴⁴⁶ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 241.

⁴⁴⁷ Vgl *Gall in Huber*, ÜbG, § 24 Rz 27 ff.

⁴⁴⁸ Entgegen der Auffassung der Mat EB RV 1334 BlgNR 22. GP 15, die sie als klares Beispiel qualifizieren.

Generalklausel des § 24 Abs 1 ÜbG von der Angebotspflicht befreit, sofern sich nichts Wesentliches an der Beherrschungsmöglichkeit ändert.⁴⁴⁹

7.1.4. Personenwahrende Übertragung auf Privatstiftungen (Z 3)

Diese Ausnahme berücksichtigt die Einflussmöglichkeit des Stifters auf die Privatstiftung bei der Gründung. Die Privatstiftung wurde vom historischen Gesetzgeber als *eigentümerlose* Rechtsperson konzipiert und daher sollten an einer Privatstiftung keine mit Kapitalgesellschaften vergleichbaren Mitgliedschaftsrechte bestehen. Aus der Sicht des Übernahmerechts ist aber anzuerkennen, dass dem Stifter im Rahmen des PSG⁴⁵⁰ ein *weiter* Gestaltungsspielraum zukommt, der es ihm erlaubt, Regeln zu schaffen, die materiell der Stellung eines Gesellschafters in einer Kapitalgesellschaft gleich kommen.⁴⁵¹ Es ist ihm auch möglich die Stiftungserklärung zu ändern oder sich den Widerruf der Stiftung vorzubehalten; ferner vermag er Zustimmungsvorbehalte und Bestellungsrechte in der Stiftungserklärung vorzusehen. Er kann auch die Stellung von den Begünstigten oder irgendeines Dritten gesellschafterähnlich ausgestalten. Hierbei wird daher zwischen einer *kontrollierten* und einer *kontrollfreien* Privatstiftung unterschieden.⁴⁵²

„Ob eine Privatstiftung iSd ÜbG beherrscht wird und damit als gemeinsam vorgehender Rechtsträger anzusehen ist, wird unter Berücksichtigung der Umstände des Einzelfalls beurteilt. Die Stellung des durch die Privatstiftung materiell Begünstigten ist hierbei von besonderer Bedeutung; auf eine rein formalrechtliche Betrachtung kann es dabei nicht ankommen. Genauso wenig hat die Frage der bilanziellen Konsolidierungspflicht Bedeutung.“⁴⁵³

Kontrollierend Beteiligter kann auch ein Rechtsträger sein, der gerade keinen beherrschenden Einfluss auf die Zielgesellschaft ausüben kann. Daher ist nach *Kaindl/Rieder* der Begriff „kontrollierend Beteiligter“ teleologisch auf solche Rechtsträger zu reduzieren, die *sowohl* kontrollierend beteiligt sind *als auch* einen beherrschenden Einfluss auf die Zielgesellschaft ausüben können. Ihrer Meinung nach ist daher die Bestimmung wie folgt zu lesen: „Kein Angebot ist zu stellen, wenn Aktien auf eine Privatstiftung übertragen werden, auf deren Geschäftsführung ausschließlich Rechtsträger einen beherrschenden Einfluss ausüben können, die bisher auf die Zielgesellschaft einen beherrschenden Einfluss ausüben konnten“.⁴⁵⁴

⁴⁴⁹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 243.

⁴⁵⁰ Privatstiftungsgesetz, BGBI I 694/1993 idF BGBI I 75/2009.

⁴⁵¹ Vgl *Arnold/Schuster*, GesRZ 2007, 303.

⁴⁵² Vgl ÜbK v 19.4.2001, GZ 2001/1/3-27; ÜbK v 16.5.2001, GZ 2001/1/2-26; ÜbK v 26.11.2001, GZ 2001/2/8-24; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 246.

⁴⁵³ ÜbK v 19.4.2001, GZ 2001/1/3-27.

⁴⁵⁴ Vgl *Kaindl/Rieder*, GesRZ 2006, 255 sowie *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 249.

Ferner ist aus dem Wortlaut zu schließen (arg: „ausschließlich“), dass, neben dem bisher kontrollierend Beteiligten, keine weiteren Personen hinzutreten können. Diese Fälle können aber bei nur geringfügigen Änderungen durch Rückgriff auf die Generalklausel des Abs 1 gelöst werden.⁴⁵⁵

All diese Vorgänge sind jedoch immer nur solange begünstigt, als keinem anderen Rechtsträger ein beherrschender Einfluss zukommt; sonst besteht Angebotspflicht, es sei denn ein Ausnahmetatbestand des § 25 ÜbG ist einschlägig.⁴⁵⁶

ME sind Bestimmungen über Stiftungen immer von zwei Seiten zu beleuchten. Die eine Seite betrachtet die Stiftung als Garantie vor der Abwanderung von liquiden Mitteln ins Ausland sowie als Köder für die Veranlagung ausländischen Kapitals im Inland. Aus diesem Grund wird versucht, diese Veranlagungsform so attraktiv wie möglich auszustalten. Daraus fällt zB auch die Aufnahme in den Ausnahmekatalog des § 24 ÜbG. Die andere Seite sieht die Umgehungsfunktion und die ungerechtfertigte Bevorzugung. Auch dieser Ansicht ist viel abzugewinnen, da hier meistens „die Reichen, die sowieso schon alles haben“, auch noch von der Angebotspflicht ausgenommen werden. Hier sollte daher bei der Entscheidung, ob eine Ausnahme zusteht, auf die faktischen Kontrollmöglichkeiten abzustellen sein. Eine Stiftung kann nämlich durch Mandatsverträge so ausgestaltet werden, dass ein Einzelner oder eine Gruppe dem Stiftungsvorstand gegenüber weisungsberechtigt ist.

7.1.4.1. Gruppenbildung und Auflösung (Z 4)

Dieser Ausnahmetatbestand bildet das Gegenstück zu § 22a Z 1 und 2⁴⁵⁷, indem er die Bildung und Auflösung von Gruppen gemeinsam vorgehender Rechtsträger unter bestimmten Nebenbedingungen von der Angebotspflicht freistellt. Entgegen dem Wortlaut ist die Regelung nicht bloß auf Stimmbindungsverträge beschränkt, sondern auch auf alle anderen Formen der Bildung und Auflösung von Gruppen gemeinsam vorgehender Rechtsträger anzuwenden.⁴⁵⁸

⁴⁵⁵ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 249; *Gall in Huber*, ÜbG, § 24 Rz 39.

⁴⁵⁶ Vgl ÜbK v 19.4.2001, GZ 2001/1/3-27; ÜbK v 16.5.2001, GZ 2001/1/2-26; ÜbK v 26.11.2001, GZ 2001/2/8-24; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 249; *Gall in Huber*, ÜbG, § 24 Rz 39.

⁴⁵⁷ S o Kapitel 4.2.1.3.

⁴⁵⁸ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 250; *Gall in Huber*, ÜbG, § 24 Rz 41.

7.2. Anzeigepflicht bei kontrollierender Beteiligung nach § 25 ÜbG

In § 25 ÜbG werden jene Fälle geregelt, in denen eine Angebotspflicht deswegen als unlänglich und unsachlich erscheint, weil die mit der Kontrollerlangung verbundene Gefährdungslage aus Sicht von außenstehenden Aktionären mit erheblicher Wahrscheinlichkeit *nicht* vorliegt.⁴⁵⁹ In diesen Fällen wiegen volkswirtschaftliche und private Interessen höher als jene der anderen Anleger.⁴⁶⁰

Wird einer der Tatbestände des § 25 ÜbG verwirklicht, hat der Bieter *kein* Angebot zu legen, aber ihn trifft gegenüber der ÜbK eine Anzeigepflicht. Der Pflicht ist spätestens innerhalb von 20 Börsetagen nachzukommen.⁴⁶¹ Die Anzeigepflicht hat insofern einen aufsichtsrechtlichen Hintergrund, als der ÜbK hierdurch die Marktüberwachung erleichtert wird und gegebenenfalls erläuternde Maßnahmen ergriffen werden können.⁴⁶² Die Form der Anzeige ist gesetzlich nicht geregelt und sie kann daher formfrei erstattet werden. Wird die Anzeigepflicht verletzt, stellt es gem § 35 Abs 1 Z 5 ÜbG eine Verwaltungsübertretung dar. Die Anzeige muss die objektiven und subjektiven Sachverhaltselemente mit hinreichender Deutlichkeit wiedergeben, um einem der Fälle des § 25 Abs 1 Z 1 bis 6 ÜbG zugeordnet werden zu können.⁴⁶³

Der ÜbK kommt hier die Aufgabe zu, durch Anordnung eines Pflichtangebots oder diverser Auflagen, in jenen Fällen einzugreifen in denen eine solche Gefährdungslage dennoch vorliegt. Eine Angebotspflicht kann die ÜbK gem § 25 Abs 2 nur in den in Abs 1 Z 1 und 2 genannten Fällen⁴⁶⁴ und nur innerhalb eines Monats ab Anzeige anordnen. Als Auflage kommen beispielsweise ein Verbot des Hinzuerwerbs von Anteilen, der Verkauf von Anteilen, das Ruhen von Stimmrechten, die Wahl einer Mehrheit unabhängiger Aufsichtsratsmitglieder oder die Berichtspflichten gegenüber der HV bzw der ÜbK in Betracht.⁴⁶⁵ Diese Möglichkeiten schaffen eine gewisse Flexibilität; in Einzelfällen kann aber die Rechtssicherheit leiden.⁴⁶⁶ ME ist aber die Flexibilität höher zu werten, da die Kontrollschwelle bereits überschritten ist und der Anteilsinhaber deshalb weniger schützenswert erscheint.

Der Ausnahmenkatalog des § 25 ÜbG hat *abschließenden* Charakter, da die nach alter Rechtlage normierte Verordnungsermächtigung der ÜbK nunmehr nicht mehr besteht. Dage-

⁴⁵⁹ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 25 Rz 1.

⁴⁶⁰ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 250.

⁴⁶¹ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 25 Rz 7.

⁴⁶² Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 252.

⁴⁶³ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 25 Rz 10.

⁴⁶⁴ S u Kapiteln 4.4.2.1 und 4.4.2.2.

⁴⁶⁵ Vgl EB RV 1334 BlgNR 22. GP 17.

⁴⁶⁶ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 25 Rz 1.

gen enthalten aber die Mat⁴⁶⁷ den Hinweis, dass die in § 25 ÜbG geregelten Tatbestände grundsätzlich analogiefähig sind. Sie geben aber keinen Aufschluss darüber, ob die nach alter Rechtslage von der ÜbK im Analogieweg ermittelten „ungeschriebenen Ausnahmen“ auch nach neuer Rechtslage zulässig sind.⁴⁶⁸

Aus europarechtlicher Sicht bietet Art 4 Abs 5 ÜbRL nach herrschender, aber nicht unbestritten Auffassung⁴⁶⁹ keine taugliche Grundlage für Ausnahmen von der Angebotspflicht, da die Angebotspflicht unmittelbarer Ausfluss von Art 3 Abs 1 lit a ÜbRL ist. Lediglich das Sanierungsprivileg lässt sich mit Hilfe der Sonderregel in Art 5 Abs 3 ÜbRL über die Bestimmung des Angebotspreises in Sanierungsfällen als zulässige Ausnahme interpretieren.⁴⁷⁰ Die übrigen Ausnahmetatbestände finden in der ÜbRL keine spezifischen Entsprechungen. Gerechtfertigt werden sie daher durch das geringe Gefährdungspotential und falls einer Gefährdung doch bestehen sollte, hat die ÜbK die Möglichkeit, Auflagen oder eine nachträgliche Angebotspflicht anzuordnen.⁴⁷¹

7.2.1. Mittelbarer Kontrollerwerb (Z 1)

Eine Anzeigepflicht besteht, wie auch schon bei der alten Rechtslage, wenn bei Erlangen einer mittelbar kontrollierenden Beteiligung⁴⁷² der Buchwert der unmittelbaren Beteiligung an der Zielgesellschaft weniger als 25% des buchmäßigen Nettoaktivvermögens der unmittelbar Beteiligten beträgt.⁴⁷³ Den Begriff „Nettoaktivvermögen“ setzt der Gesetzgeber voraus; er ist autonom auszulegen, da aufgrund mangelnder Vergleichbarkeit auf keine andere Auslegung zurückgegriffen werden kann.⁴⁷⁴ Maßgeblich für den Vergleich von Buchwert und Nettoaktivvermögen ist die zuletzt veröffentlichte Handelsbilanz (Einzelabschluss) des kontrollierenden Rechtsträgers. Hier kann hilfsweise auf den jeweils letzten Jahresabschluss abgestellt werden. In Zweifelsfällen ist mitunter die Aufstellung einer provisorischen Zwischenbilanz zum Stichtag des Kontrollwechsels vonnöten. Dazu sind die handelsrechtlichen Buchwerte heranzuziehen, wobei stille Reserven nicht aufzudecken sind; auch abweichende Verkehrswerte sind nicht relevant.⁴⁷⁵ Nach *Diregger/Kalss/Winner* sind dem Nettoaktivvermögen neben dem Eigenkapital iSv § 224 Abs 3 A UGB auch die unversteuerten Rücklagen gem

⁴⁶⁷ EB RV 1334 BlgNR 22. GP 17.

⁴⁶⁸ Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 25 Rz 14.

⁴⁶⁹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 227; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 25 Rz 4; Zum Meinungsstand in Deutschland s *Kraus/Pötzsch* in *Assmann/Pötzsch/Schneider*, WpÜG, § 37 Rz 11.

⁴⁷⁰ *Gall/Winner*, Ges 2003, 103; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 259.

⁴⁷¹ Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 25 Rz 4; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 227.

⁴⁷² S o Kapitel 4.1.6.

⁴⁷³ EB RV 1334 BlgNR 22. GP 16.

⁴⁷⁴ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 256.

⁴⁷⁵ Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 25 Rz 17, 19; sowie *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 256.

§ 224 Abs 3 B UGB nach Abzug der Steuerlatenz hinzuzurechnen.⁴⁷⁶

Bei der Regelung nach dem ÜbRÄG 2006 wurden Erfahrungen aus der Praxis und verfassungsrechtliche Bedenken berücksichtigt. Die 25%-Schwelle ist problemlos, da ein Bieter bei der typischen freundlichen Übernahme die zugrundeliegenden Bilanzzahlen der Zielgesellschaft bereits vor Erlangen der kontrollierenden Beteiligungen kennt. Auch in Deutschland findet sich eine nahezu inhaltsgleiche Regelung in § 9 Abs 2 Z 3 dWpÜG-AngVO⁴⁷⁷.⁴⁷⁸

Eine Angebotspflicht soll daher dann nicht eintreten, wenn die Zielgesellschaft bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise nicht das eigentliche „target“ der Übernahme und damit bloß eine Seitenwirkung ist. Die Erfüllung des Ausnahmetatbestands, bedeutet nicht automatisch die Befreiung der Angebotspflicht; mit der Verhältniszahl wird lediglich eine Grobprüfung vorgenommen. Falls nämlich die Verhältniszahl erreicht wird, kommt es anschließend gem § 25 Abs 4 ÜbG zu einer Feinprüfung des Sachverhalts anhand von einigen dort normierten Kriterien. Wird so ein erhebliches Gefährdungspotential für Beteiligungsinhaber festgestellt, kann die ÜbK nach § 25 Abs 2 ÜbG dennoch ein Pflichtangebot anordnen.⁴⁷⁹

Bilanzmaßnahmen, die ausschließlich mit dem Ziel vorgenommen werden, um eine Ausnahme nach § 25 Abs 1 Z 1 ÜbG herbeizuführen, sind zu bereinigen.⁴⁸⁰ Weiters prüft die ÜbK immer auch die historische Entwicklung der jeweiligen Bilanzpositionen, um Unregelmäßigkeiten in der Ermittlung der Kennzahlen zu vermeiden.⁴⁸¹

7.2.2. Sanierungsprivileg und Forderungsbesicherung (Z 2)

7.2.2.1. Sanierungsprivileg

„Das bislang für Unternehmenssanierungen primär vorgesehene Ausgleichsverfahren nach der Ausgleichsordnung (AO) wird mangels Erfolg in der Praxis (lediglich 1,3 % aller Insolvenzverfahren im Jahr 2008 waren Ausgleichsverfahren) abgeschafft. Im Gegenzug schafft der Gesetzgeber eine einheitliche Insolvenzordnung (IO)⁴⁸², die gleichzeitig die bisherige Konkursordnung (KO) ersetzen und auf dieser aufbauen wird. Die neue IO wird in Zukunft also das neu geschaffene Sanierungsverfahren, aber auch Konkursverfahren nach bisherigem Muster regeln. Das IRÄG 2010 sieht anstelle des bisherigen Ausgleichs (Mindestquote 40 %)

⁴⁷⁶ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 256.

⁴⁷⁷ dBGBI I 4263/2001 idF dBGBI I 1697/2006.

⁴⁷⁸ EB RV 1334 BlgNR 22. GP 16.

⁴⁷⁹ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 255.

⁴⁸⁰ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 25 Rz 18.

⁴⁸¹ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 257.

⁴⁸² Insolvenzordnung, BGBl I 29/2010.

nach der AO und des Zwangsausgleichs (Mindestquote 20 %) nach der KO die Einführung eines Sanierungsverfahrens in verschiedenen Ausformungen vor.“⁴⁸³ Der Nationalrat hat das Gesetz am 21.04.2010 einstimmig beschlossen⁴⁸⁴ und am 20.05.2010 im BGBI kundgemacht. Es trat mit 01.07.2010 in Kraft.⁴⁸⁵

Einen weiteren Anzeigetatbestand stellt der Aktienerwerb zu Sanierungszwecken dar. Der Wortlaut ist mit jenem vor dem ÜbRÄG 2006 ident, wodurch weiterhin auf die Auslegung des bisherigen Tatbestandes und auf die dazu ergangenen Entscheidungen zurückgegriffen werden kann. Die Mat⁴⁸⁶ sehen darin eine Erleichterung für Sanierungen und rechtfertigen diese mit der Erhaltung von meist betriebswirtschaftlich funktionsfähigen Einheiten und den damit verbundenen Arbeitsplätzen. Ferner wird damit eine wertzerstörerische Zerschlagung von Unternehmen verhindert. Ein Pflichtangebot würde in solchen Fällen, insb aufgrund der Preisbildungsvorschriften des § 26 Abs 1 ÜbG, zu einem erhöhten Liquiditätsbedarf und einem höheren Sanierungsrisiko führen, und somit eine erwünschte Sanierung verzögern oder gar verhindern. Außerdem würde die Angebotspflicht in den meisten echten Sanierungsfällen ohnehin *leer* laufen, da der Preis gem § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG unter Berücksichtigung der Krisenlage in aller Regel gegen Null tendieren würde.⁴⁸⁷

Als weitere Rechtfertigung dieses Ausnahmetatbestands wird Art 5 Abs 3 ÜbRL angeführt, der in diesen Fällen die Schaffung von Sonderregeln für die Bestimmung des Angebotspreises ausdrücklich zulässt.⁴⁸⁸ Zusätzlich sollen sich die Sanierungskosten nicht einseitig zu Lasten des Sanierers erhöhen, da ja wirtschaftlich sinnvolle Sanierungen im Interesse aller „stakeholder“ liegen. Die Vermögensinteressen von Beteiligungsinhabern sowie die Arbeitsplätze der Dienstnehmer stehen bei einem sanierungsbedürftigen Unternehmen auf dem Spiel, daher wird es auch in ihrem Interesse liegen, die Sanierungskosten möglichst niedrig zu halten.⁴⁸⁹ Die Gewährung der Ausnahme ist daher nur dann problematisch, wenn ein aussteigender (Kern-)Aktionär in irgendeiner Form einen Paketzuschlag erhält – sei es durch Abkauf von Forderungen gegen die Gesellschaft, das Ablösen von Schuldverschreibungen oder die Übernahme von Aktien gegen Entgelt.⁴⁹⁰

⁴⁸³ Casper, Insolvenzrechtsnovelle 2010, <kcp.at/upload/files/Lexikon_1_2010_WEB.pdf>, Zugriff:26.04.2010.

⁴⁸⁴ Kleine Zeitung 21.04.2010, <kleinezeitung.at/nachrichten/politik/oesterreich/2338195/nationalrat-beschloss-neues-insolvenzrecht.story>, Zugriff: 14.05.2010; Der Standard 21.04.2010, <derstandard.at/1271374889291/Nationalrat-Neues-Insolvenzrecht-beschlossen>, Zugriff: 14.05.2010.

⁴⁸⁵ <usp.gv.at/Portal.Node/usp/secure/module?gentics.am=Content&p.contentid=10007.43924>.

⁴⁸⁶ EB RV 1276 BlgNR 20. GP 43.

⁴⁸⁷ Vgl Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 259; Huber in Huber, ÜbG, § 25 Rz 22.

⁴⁸⁸ Vgl Gall/Winner, Der neue Vorschlag einer Übernahmerichtlinie, Ges 2003, 103.

⁴⁸⁹ Vgl ÜbK v 9.8.2001, GZ 2001/2/5-50.

⁴⁹⁰ Vgl Winner/Schulz, ÖBA 2010, 83.

Der Sanierungsbegriff wird im Gesetz nicht näher geregt, der Grundzweck von § 25 Abs 1 Z 2 ÜbG ist im Grundsatz zwar klar, jedoch bereitet die spezifische Auslegung einige Schwierigkeiten. Der Begriff „Sanierung“ findet sich in keinem der insolvenzrechtlich einschlägigen Gesetze [KO⁴⁹¹, AO⁴⁹² (nunmehr IO) oder URG⁴⁹³] wieder, er ist daher ein spezifisch übernahmerechtlicher Terminus und anhand der Wertungen des ÜbG autonom auszulegen.⁴⁹⁴ Aus dem Wortlaut lässt sich aber ableiten, dass zumindest ein objektiv feststellbarer *Sanierungsbedarf* sowie eine *Sanierungsabsicht* des Bieters vorliegen müssen. Die neue IO verwendet nunmehr den einheitlichen Begriff der Sanierung, für die Auslegung des Begriffs Sanierungsbedarf wird der Begriff des § 13 EKEG⁴⁹⁵ zugrunde gelegt.⁴⁹⁶

Die Auslegung des Ausnahmetatbestands der Sanierung hat zur Vermeidung von Missbrauch eng zu erfolgen. Ein Sanierungsbedarf liegt daher nicht schon bei einem bloßen Restrukturierungsbedarf nach dem URG vor, auch die Durchführung von „Cost-Cutting-Programmen“, wie sie auch bei ertragreichen und gesunden Unternehmen durchgeführt werden, rechtfertigt noch keine Ausnahme nach § 25 Abs 1 Z 2 ÜbG.⁴⁹⁷ Im Insolvenzfall iSd §§ 66 f IO⁴⁹⁸ liegt jedenfalls ein Sanierungsbedarf vor, ein solcher kann aber bereits davor gegeben sein, da sonst der Gesetzgeber nicht den unscharfen Begriff der Sanierung, sondern einen insolvenzrechtlich einschlägigeren verwendet hätte.⁴⁹⁹

Ein Sanierungsbedarf liegt vielmehr dann vor wenn, „eine Insolvenz ohne die Einleitung anderer geeigneter Maßnahmen nicht mehr abgewendet werden kann und die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Zielgesellschaft sich derart negativ entwickelt, dass die Werthaltigkeit des Investments der Beteiligungsinhaber bereits ernsthaft gefährdet ist“.⁵⁰⁰ „Dies ist regelmäßig dann der Fall, wenn die Insolvenz der Zielgesellschaft bereits deutlich absehbar ist. Es muss also das ganz konkrete Risiko eines Totalverlusts der Investments der Aktionäre der Zielgesellschaft bestehen.“⁵⁰¹ Kann die Unternehmenskrise nur durch Zusammenwirken aller „stakeholder“ des Unternehmens bewältigt werden, etwa durch Forderungsverzicht,

⁴⁹¹ Konkursordnung, RGBI S 337/1914 idF BGBl I 114/1997, wird in der Insolvenzordnung umbenannt.

⁴⁹² Ausgleichsordnung, BGBl II 221/1934 idF BGBl I 75/2009, aufgehoben Bestimmungen sind weiterhin auf vor dem 1. Juli eröffnete Verfahren anzuwenden (EB RV 612 BlgNR 24. GP Vorblatt der Erläuterungen 44.).

⁴⁹³ Unternehmensreorganisationsgesetz, BGBl I 114/1997 idF BGBl I 120/2005.

⁴⁹⁴ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 25 Rz 25.

⁴⁹⁵ Eigenkapitalersatz-Gesetz, BGBl I 92/2003.

⁴⁹⁶ EB RV 612 BlgNR 24. GP 14.

⁴⁹⁷ Vgl ÜbK v 9.8.2001, GZ 2001/2/5-50.

⁴⁹⁸ Vormals § 66 KO, Inhaltsgleich vgl EB RV 612 BlgNR 24. GP Vorblatt der Erläuterungen.

⁴⁹⁹ Vgl ÜbK v 9.8.2001, GZ 2001/2/5-50; Huber in Huber, ÜbG, § 25 Rz 31.

⁵⁰⁰ ÜbK v 13.9.2002, GZ 2002/3/6-93.

⁵⁰¹ Huber in Huber, ÜbG, § 25 Rz 31.

Lohnverzicht oder öffentliche Subventionen, liegt wohl Sanierungsbedarf vor.⁵⁰²

Die ÜbK⁵⁰³ verlangt nicht die gänzliche Zahlungsunfähigkeit sondern nimmt einen Sanierungsbedarf auch schon bei einer „stark angespannten Liquiditätssituation“ der Zielgesellschaft an, also eine absehbare Insolvenz. *Diregger/Kalss/Winner* sehen die Kennzahlen des URG (Eigenkapitalquote von weniger als 8% und fiktive Schuldentilgungsdauer von mehr als 15 Jahren), die an den Buchwerten des Einzelabschlusses ansetzen, dann als aussagekräftiger für das Vorliegen eines Sanierungsbedarfs, wenn diese Kennzahlen unter Einbeziehung von stillen Reserven und stillen Lasten sowie auf Grundlage einer Konzernbetrachtung ermittelt würden.⁵⁰⁴ Auch die ÜbK⁵⁰⁵ bewertet die modifizierten Kennzahlen als Indiz für einen Sanierungsbedarf, wo hingegen eine bloß „vorübergehende Schieflage“ einen solchen *nicht* bewirkt. Für den Nachweis des Bestehens eines solchen Sanierungsbedarfs wird es jedenfalls eines Sachverständigengutachtens erfordern.⁵⁰⁶

Die Sanierungsabsicht wird von der ÜbK anhand objektiver Kriterien geprüft, typischerweise wird dazu die Vorlage eines Sanierungskonzepts verlangt. Geprüft wird dabei nicht die Plausibilität oder die wirtschaftliche Zweckmäßigkeit, sondern vielmehr die Modalitäten der geplanten Zuführung frischen Eigenkapitals durch den Kontrollerwerber, zB im Wege einer Kapitalerhöhung.⁵⁰⁷

Zur Belegung der Sanierungsabsicht gibt es in der Rsp einige Ansätze: Die ausdrückliche vertragliche Verpflichtung des Sanierers zur Umsetzung des Sanierungskonzepts,⁵⁰⁸ im Vorfeld der Kontrollerlangung gewährte Liquiditätshilfen⁵⁰⁹ sowie Verhandlungen mit Gläubigern betreffend eines stillen Ausgleichs.⁵¹⁰ Bei Privatstiftungen muss der Stiftungszweck auf die Sanierung der Zielgesellschaft gerichtet sein, um die Sanierungsabsicht zweifellos belegen zu können.⁵¹¹ Die ÜbK kann dabei nur die Sanierungsabsicht feststellen, ihre Entscheidung kann sie dabei von Auflagen und Bedingungen abhängig machen sowie darüber hinaus auch die Stellung eines Pflichtangebots anordnen. Davon wird wohl nur dann Gebrauch gemacht werden, wenn der Bieter gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz⁵¹² verstößt, indem er einzel-

⁵⁰² Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 260.

⁵⁰³ Vgl ÜbK v 24.2.2003, GZ 2002/1/8-64.

⁵⁰⁴ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 260; zustimmend auch *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 152.

⁵⁰⁵ ÜbK v 13.9.2002, GZ 2002/3/6-93.

⁵⁰⁶ Vgl *Winner/Schulz*, ÖBA 2010, 83.

⁵⁰⁷ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 259; *Huber in Huber*, ÜbG, § 25 Rz 22.

⁵⁰⁸ ÜbK v 9.8.2001, GZ 2001/2/5-50.

⁵⁰⁹ ÜbK v 24.2.2003, GZ 2002/1/8-64.

⁵¹⁰ ÜbK v 13.9.2002, GZ 2002/3/6-93.

⁵¹¹ ÜbK v 19.3.2002, GZ 2002/2/1-31.

⁵¹² ÜbK v 10.7.2006, GZ 2006/3/3-42.

nen Aktionären aus Anlass der Übernahme Sondervorteile zuwendet.⁵¹³ Umgehungen und Scheinkonstruktionen wird, wenn es nicht bereits an der Tatbestandsmäßigkeit des § 25 Abs 1 Z 2 mangelt, mit Auflagen oder Bedingungen sowie der Anordnung eines Angebots zu begreifen sein.⁵¹⁴

Das Sanierungsprivileg bringt aber aus der Sicht von Sanierern nicht nur Vorteile, da sie durch Gebrauchnahme der Ausnahme meist nur knapp über 50% der Stimmen erreichen und daher oft wichtige Umstrukturierungsmaßnahmen nicht alleine durchsetzen können, wozu sie aber eine qualifizierte Mehrheit benötigen. Bei einer Sanierung ist jedoch gerade ein rasches und effizientes Einschreiten gefragt, was selbst mit einer qualifizierten Mehrheit aufgrund ausgeprägter Minderheitsrechte nicht reibungslos möglich ist. Im Regelfall streben daher Sanierer eher ein „Squeeze-Out“⁵¹⁵ nach dem GesAusG⁵¹⁶ an, als sich mit den Minderheitsgesellschaftern herumzuschlagen. Für eine solche Maßnahme benötigt man über 90% der Stimmrechte, die am besten mit einem Übernahmeangebot zu erreichen sind. Eine andere Möglichkeit dafür bietet eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtausschluss, diese Maßnahme ist aber sowohl kapitalintensiver als auch rein rechtlich komplizierter.⁵¹⁷

„Deswegen war der Versuch naheliegend, die Vorteile der Sanierungsausnahme mit den Vorteilen des Angebots zu kombinieren. So haben Bieter, welche die Sanierungsausnahme in Anspruch nehmen wollten, argumentiert, daß ja neben dieser ein freiwilliges Angebot gestellt werden könne, da dieses nicht den Preisbildungsvorschriften des 3. Teils des ÜbG unterliegt.“⁵¹⁸ Der ÜbK⁵¹⁹ erscheint „die Stellung eines freiwilligen Angebots im Anschluss an die Gewährung einer Sanierungsausnahme gem § 25 Abs 1 Z 2 ÜbG insofern unzulässig, als in diesen Fällen regelmäßig die Voraussetzungen für die Anordnung eines Pflichtangebots gem § 25 Abs 2 ÜbG gegeben sein werden.“ Diese Vorgehensweise sei va deshalb unzulässig da eine Privilegierung bei Verletzung des Gleichbehandlungsgebots nicht in Betracht kommt, wenn dadurch die Vermögensinteressen der Aktionäre gefährdet würden.

Die wesentliche rechtliche Grundlage der Gleichbehandlung stellt die Bestimmung des Angebotspreises nach § 26 ÜbG dar. Bei einer wesentlichen Änderung der Verhältnisse ist

⁵¹³ Vgl Deregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 261.

⁵¹⁴ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 25 Rz 36.

⁵¹⁵ Verfahren, welches es dem Mehrheitsaktionär erlaubt ab einem Stimmrechtsanteil von mehr als 90%, Kleinaktionäre per Barabfindung aus dem Unternehmen auszuschließen (<wienerbörse.at/beginner/lexicon/19/658>, Zugriff: 02.05.2010).

⁵¹⁶ Bundesgesetz über den Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern, BGBl I 75/2006 idF BGBl I 71/2009.

⁵¹⁷ Vgl Winner/Schulz, ÖBA 2010, 83.

⁵¹⁸ Winner/Schulz, ÖBA 2010, 83.

⁵¹⁹ ÜbK v 14.6.2006, GZ 2006/3/3-42.

der Angebotspreis gem § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG angemessen festzulegen.⁵²⁰ „Eine angemessene Festlegung des Angebotspreises unterhalb des gem § 26 Abs 1 letzter Satz maßgeblichen Wertes ist daher jedenfalls nur dann zulässig, wenn die historische Marktbewertung nach Veränderung der preisrelevanten wirtschaftlichen Faktoren eindeutig außerhalb der nunmehr angemessenen Bandbreite liegen würde; dies muss anhand von objektiven Kriterien nachprüfbar sein. Hier kommt insb eine gutachterliche Bewertung des Unternehmens in Betracht. Die später bekannt gewordenen Tatsachen müssen zudem die Marktbewertung nachhaltig und gravierend – und nicht bloß vorübergehend – beeinflussen; die Änderung muss sich daher – unter Berücksichtigung der historischen Volatilität des Aktienkurses – deutlich außerhalb üblicher Kursbewegungen im Aktienkurs niederschlagen.“⁵²¹ Deshalb wird bereits in den Erläuterungen⁵²² in diesem Zusammenhang auf die Preisbildungsvorschriften verwiesen.

Bei einem freiwilligen Übernahmeangebot nach §§ 4 ff ÜbG kann der Angebotspreis normalerweise relativ verlässlich anhand der Kursentwicklung beurteilt werden, aber in Krisensituationen, die oft von einer erheblichen Marktentege begleitet sind und selten zu aussagekräftigen Kursbildungen führen, ist das gerade nicht möglich.⁵²³ Der Bieter kann demzufolge nur zwischen Inanspruchnahme des Sanierungsprivilegs oder eines Pflichtangebots unter Beachtung der Preisbildungsvorschriften wählen.⁵²⁴

Auch bei einem Pflichtangebot kann der Bieter, im Sanierungsfall eine Preisanpassung iSv § 26 Abs 3 ÜbG verlangen, wenn sich die Verhältnisse der Zielgesellschaft schlechter darstellen als in den letzten sechs Monaten vor dem Angebot und es daher nicht möglich ist den durchschnittlichen Börsenkurs als Mindestpreisschwelle heranzuziehen. Hier stellt sich aber das Problem, dass das Angebot dadurch unattraktiv werden kann und somit die angestrebte Annahmequote nicht erreicht wird.⁵²⁵

Bei der Übernahme der Austrian Airlines AG durch die Deutsche Lufthansa AG⁵²⁶ konnte man diese Problematik gut sehen. Die Lufthansa nahm, trotz mit hoher Wahrscheinlichkeit vorliegender Voraussetzungen, letztlich keinen Gebrauch von der Sanierungsausnahme. Ferner verlangten sie nicht nach einer Preisanpassung gem § 26 Abs 3 ÜbG, was wohl auf der Überlegung basiert, dass damit eine möglichst hohe Annahmequote erreicht werden sollte, um Minderheitsaktionäre möglichst aus der Entscheidungsfindung auszugliedern. Somit konnte

⁵²⁰ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 25 Rz 36.

⁵²¹ ÜbK v 14.6.2006, GZ 2006/3/3-42.

⁵²² EB RV 1276 BlgNR 20. GP 43.

⁵²³ ÜbK v 14.6.2006, GZ 2006/3/3-42.

⁵²⁴ Vgl Winner/Schulz, ÖBA 2010, 83.

⁵²⁵ Vgl Winner/Schulz, ÖBA 2010, 83.

⁵²⁶ <takeover.at/Download/AUA_Angebotsunterlage.pdf>, Zugriff: 26.04.2010.

die AUA ungehindert vollständig in den Lufthansa Konzern eingegliedert werden. Im Sinne dieser Überlegungen wurde auch in der Angebotsunterlage ein „Squeeze-out“ angekündigt und in der HV vom 16. Dezember 2009 beschlossen.⁵²⁷

Die Ausnahme des § 25 Abs 1 Z 2 ÜbG erfaßt im Gegensatz zur Sanierung der Gesellschaft nicht jene eines Gesellschafters selbst. Obwohl der Wortlaut undifferenziert vom Aktienerwerb „zu bloßen Sanierungszwecken“ spricht, geht aus den Mat⁵²⁸ hervor, dass wohl die Sanierung der Zielgesellschaft die Intention des historischen Gesetzgebers war. „Die Ausnahme für die Sanierung der Zielgesellschaft ist gerechtfertigt, weil die geglückte Sanierung auch für deren Minderheitsgesellschafter vorteilhaft ist. Von einer Sanierung des beherrschenden Aktionärs profitieren aber die Gesellschafter der Zielgesellschaft nicht in gleichem Maße.“⁵²⁹ Die hL⁵³⁰ ging daher auch bisher, soweit ersichtlich, immer nur auf die Sanierung der Zielgesellschaft selbst ein.

Dies bedeutet aber nicht, dass die Angebotspflicht auch bei einem Anteilserwerb zur Sanierung des Gesellschafters in manchen Fällen überschießend ist. Speziell in Zeiten wie diesen stellen sich jedenfalls neue Interpretationsprobleme. Ein solches Problem entsteht beispielsweise beim sehr verbreiteten „margin trading“.⁵³¹ Hier werden Aktienpakete mittels eines Lombardkredits⁵³², der durch Pfandrecht an den börsefähigen Wertpapieren eines Wertpapierdepots gesichert ist, erworben. Durch die teilweise Kreditfinanzierung wird ein „Leverage-Effekt“⁵³³ erzielt, wodurch die Rendite erhöht werden kann. Die Banken bewerten die Wertpapierdepots nicht mit ihrem vollen Wert als Kreditsicherheit. Als weiterer Schutz dienen sog. „Margin Calls“, dh eine Bargeldleistung, die bei einem Kursverfall fällig wird, sobald dadurch der Wert des Depots unter jenen des Kreditbetrags fällt. Kann der Bankkunde diesen Betrag nicht aufbringen, hat die Bank das Recht die Aktien zu verwerthen.⁵³⁴ Solche „Margin Calls“ wurden durch die Krise in den vergangenen Jahren recht häufig ausgelöst. Das Problem lag darin, dass einerseits die Bankkunden nicht das nötige Bargeld aufbringen konnten, um diese zu befriedigen, andererseits die Banken aber auch die Aktienpakete nicht

⁵²⁷ Vgl Winner/Schulz, ÖBA 2010, 83.

⁵²⁸ EB RV 1276 BlgNR 20. GP 43.

⁵²⁹ Winner/Schulz, ÖBA 2010, 83 f.

⁵³⁰ Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht², Rz 259; Huber/Alischer in Huber, ÜbG, § 25 Rz 22.

⁵³¹ Vgl Winner/Schulz, ÖBA 2010, 83 f.

⁵³² Ein durch Pfandrechte an beweglichen, marktgängigen Vermögensgegenständen (zB Wechsel, Effekten, Waren) besichertes kurzfristigen Darlehen. (Rauter in Straube, Fachwörterbuch, 213).

⁵³³ Gibt an, um wieviel stärker sich der Preis einer Option oder eines Optionsscheines prozentuell verändert, wenn der Basiswert steigt oder fällt. Entsprechend der Hebelwirkung sind die Schwankungen der Optionspreise überproportional größer als die der Basiswerte. Diese Eigenschaft bedeutet für den Anleger, dass der Kapitaleinsatz beim Kauf von Optionen wesentlich geringer sein kann als beim Kauf des Basiswertes. (<wienerbörse.at/beginner/lexicon/8/806>, Zugriff: 02.05.2010).

⁵³⁴ <charttec.de/html/lexikon_margin_trading.php>, Zugriff: 26.04.2010.

verwerten konnten.⁵³⁵

7.2.2.2. Forderungsbesicherung

Häufig erwirbt der Sanierer die Anteile des Unternehmens nicht, sondern lässt sie sich zur Besicherung seiner Forderungen übertragen. Bei späterer Tilgung werden diese wieder rückübertragen. Nach den Mat⁵³⁶ soll diese Möglichkeit auch weiter bestehen und deshalb wäre in diesem Fall eine Angebotspflicht schädlich. § 25 Abs 1 Z 2 2.Fall ÜbG stellt auf den Erwerb von Forderungen zur Sicherung ab, daher sind davon nur Sicherungsformen betroffen, bei denen das Eigentum übergeht, wie dies bei der Sicherungsübereignung der Fall ist.

Um für § 25 ÜbG überhaupt einschlägig zu sein muss eine kontrollierende Beteiligung vorliegen, in diesem Fall muss also die Beteiligung des Sicherungsgebers dem Sicherungsnehmers zuzurechnen sein, um eine Angebotspflicht auslösen zu können. Zu einer Zurechnung kommt es daher nach § 23 Abs 2 Z 2 und 3 *e contrario* dann, wenn der Sicherungsgeber selbst die Stimmrechte nicht ohne Weisung des Sicherungsnehmers ausüben und der Sicherungsgeber die Ausübung der Stimmrechte durch den Sicherungsnehmer auch nicht beeinflussen kann. Ansonsten ist die Beteiligung nicht zuzurechnen, es kommt dann zwar formal zu einem Erwerb, übernahmerechtlich hat das aber keinerlei Konsequenzen.⁵³⁷

Anderer Meinung sind *Diregger/Kalss/Winner*, indem sie eine Ausnahme nur dann als gerecht erachten, wenn der Sicherungsnehmer nicht mehr Einfluss hat als ein typischer Fremdkapitalgeber. Überschreitet er dieses Maß an Beeinflussung oder liegt eine Scheinkonstruktion vor, so wird die ÜbK nach § 25 Abs 2 ÜbG vorzugehen haben. Denkbar sind auch Fälle, dass unbesicherte Kreditgeber in wirtschaftlich kritischen Situationen vergleichbaren Einfluss auf die Ausübung von Stimmrechten nehmen können, worauf im Gesetz aber nicht Bedacht genommen wird.⁵³⁸

Anders als die Sicherungsübereignung ist die Impfandnahme von Aktien nicht vom Wortlaut des Ausnahmetatbestands umfasst. Ist dem Pfandnehmer aber die Pfandsache, aufgrund einer Stimmberichtigung, zuzurechnen, ist nach *Huber* wohl eine Analogie zu § 25 Abs 1 Z 4 ÜbG geboten. Gleches gilt für die bloße Übertragung von Stimmrechten zur Sicherung einer Forderung.⁵³⁹

Der Sicherungszweck muss *primäres* Ziel des Erwerbs sein, erfolgt der Erwerb aus ande-

⁵³⁵ Vgl *Winner/Schulz*, ÖBA 2010, 83 f.

⁵³⁶ EB RV 1276 BlgNR 20. GP 43.

⁵³⁷ Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 25 Rz 40.

⁵³⁸ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 263.

⁵³⁹ *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 25 Rz 40.

ren Gründen ist eine Ausnahme ausgeschlossen. Die ÜbK hat im Einzelfall zu prüfen, ob der Erwerb primär zu Sicherungszwecken erfolgte oder ob er nur vorgeschoben wurde. Wenn bereits zum Zeitpunkt der Anzeige davon auszugehen ist, dass es zu einer Verwertung oder einem Erwerb durch den Sicherungsnehmer kommt, erscheint eine Privilegierung als problematisch.⁵⁴⁰

Mit einem solchen Sachverhalt hatte es die ÜbK in ihrer Stellungnahme⁵⁴¹ in der Sache Strabag SE zu tun: Vor dem Börsengang im Oktober 2007 stieg der russische Investor Oleg Deripaska über ein Akquisitionsvehikel namens „Rasperia Trading Limited“ im März 2007 mit 30% bei der Strabag SE ein. Aus diesem Anlass wurde zwischen den Altaktionären (HPH-Gruppe und Raiffeisen/UNIQA-Gruppe) und Rasperia ein Syndikatsvertrag geschlossen, der insb Einstimmigkeit für alle wichtigen Beschlusspunkte sowie Nominierungsrechte in den Aufsichtsrat für jedes Mitglied vorsah. Das Aktienpaket wurde überwiegend fremdfinanziert und ausschließlich mit Strabag-Aktien, die der Bank als Pfand dienen sollten, besichert. Zusätzlich wurde ein „Margin-Call“-Regime eingerichtet, das abgestuft nach Kurswerten die Pflicht zur Erlegung von Bardepots, widrigenfalls die Verwertung vorsah. Nach dem Börsengang hielten die einzelnen Syndikatsmitglieder 25% plus eine Aktie.

In dem Zeitraum zwischen September 2008 und März 2009 fiel der Kurs von ungefähr Euro 50,- bis ungefähr Euro 10,-. Anfangs konnte Rasperia die Margin Calls noch bedienen, aber Ende 2008 war das nicht mehr möglich. Im Zuge einer Umfinanzierung wurden die Kredite von den beiden anderen Syndikatspartnern übernommen, und im Gegenzug die von Rasperia gehaltenen Aktien an diese Rechtsträger verpfändet. In weiterer Folge führten weitere Kursverluste zu der Verpflichtung erneut ein Bardepot zu erlegen – diesmal aber gegenüber den Syndikatspartnern, was aber mangels Liquidität nicht erfüllbar war.⁵⁴²

Nun stellte sich die Frage der Verwertbarkeit, der in Pfand befindlichen Aktien. Die angespannte Lage an den Kapitalmärkten und die Größe des Pakets ließen einen Verkauf über die Börse ohne weitere massive Kursverluste als unmöglich erscheinen. Auch an einen Paketverkauf war nicht zu denken, da als denkbare Käufer wohl ausschließlich Mitbewerber in Frage gekommen wären. Außerdem bestand, aufgrund des sehr attraktiven russischen Marktes weiterhin ein Interesse am Verbleib des Oligarchen.⁵⁴³

⁵⁴⁰ Vgl Huber in Huber, ÜbG, § 25 Rz 43.

⁵⁴¹ ÜbK v 27.4.2009, GZ 2009/3/2-42.

⁵⁴² Börse Express 09.10.2008, <boerse-express.com/pages/707526>, Zugriff: 14.05.2010.

⁵⁴³ Winner/Schulz, ÖBA 2010, 82 ff.

Als Lösung dieser Situation übertrug Rasperia ihren Anteil an ihre Syndikatspartner, im Gegenzug erhielt der Gesellschafter eine Namensaktie, welche die Nominierungsrechte in den Aufsichtsrat verbrieft. Der Syndikatsvertrag wurde unverändert aufrechterhalten. Außerdem wurde eine „*Call Option*“ zum Rückerwerb der Anteile eingeräumt.⁵⁴⁴

Das Übernahmerechtliche Problem, welches sich hierbei der ÜbK stellte war, dass eine Änderung in der Zusammensetzung einer kontrollierenden Gruppe gemeinsam vorgehender Rechtsträger, gem § 22a Z 3 ÜbG die Angebotspflicht auslöst. Darunter würde auch ein allfälliger Ausstieg führen, der im Fall der Strabag SE spätestens dann verwirklicht wäre, wenn das Syndikat zwischen den drei Kaktionären mit Nicht-Ausübung der Call Option im Oktober 2010 durch Rasperia aufgelöst wird.⁵⁴⁵

Von einem nach § 22b ÜbG privilegierter Kontrollerwerb kann man hier nach *Winner/Schulz* nicht ausgehen, da die übernehmenden Syndikatsmitglieder bei der Übernahme der Anteile der Rasperia durchaus mit einer Kontrollerlangung rechnen mussten, da es ja nicht unwahrscheinlich war, dass die Schuldnerin die Option letztlich nicht ausübt. Die ÜbK entschied dennoch gegen eine Angebotspflicht und stützte sich dabei auf eine sehr weiten Auslegung des § 25 Abs 1 Z 2 ÜbG in der Variante des Aktienerwerbs zur Sicherung von Forderungen. Weit ist die Auslegung va deshalb, weil der Wortlaut der Bestimmung nur den vorübergehenden Erwerb zur Sicherung, nicht aber auch die endgültige Sicherungsverwertung umfasst.⁵⁴⁶ Als Rechtfertigung argumentierte die ÜbK, dass eine andere Verwertung der Aktien als die Übernahme durch die Kaktionäre ohne Schaden für die Gesellschaft und die Minderheitsaktionäre nicht möglich war. In diesem Fall diente die Übernahme der Aktien nicht nur den Vermögensinteressen der Sicherungsnehmer, sondern auch den Interessen der Minderheitsaktionäre.⁵⁴⁷

In ihrer Stellungnahme zu diesem Fall stellte die ÜbK ausdrücklich in Aussicht, dass Auflagen erteilt werden können, falls die Aktien endgültig von den Mitgesellschaftern übernommen würden. Sie erwähnte neben der Beschränkung von Stimmrechten und sonstigen Beherrschungsmöglichkeiten va auch die Veräußerung der übernommenen Anteile binnen angemessener Frist an Dritte. Denn die Privilegierung soll nicht „über das zum Schutz der Vermögensinteressen unbedingt Notwendige hinausgehen.“⁵⁴⁸ Ob dieser Verwertungsfall überhaupt ein-

⁵⁴⁴ Handelsblatt 28.04.2009, <<http://www.handelsblatt.com/unternehmen/koepfe/deripaska-zieht-sich-bei-der-strabag-zurueck; 2256326>>, Zugriff: 14.05.2010.

⁵⁴⁵ ÜbK v 27.4.2009, GZ 2009/3/2-42.

⁵⁴⁶ *Winner/Schulz*, ÖBA 2010, 82 ff.

⁵⁴⁷ ÜbK v 27.4.2009, GZ 2009/3/2-42.

⁵⁴⁸ ÜbK v 27.4.2009, GZ 2009/3/2-42.

tritt, ist heute ungewiss. Angesichts der (derzeit!) deutlichen Kurserholung ist ein Rückerwerb der Aktien durch Oleg Deripaska bzw Rasperia durchaus möglich.⁵⁴⁹

7.2.3. Unbeabsichtigter oder vorübergehender Kontrollwechsel (Z 3)

Anzeigepflicht besteht auch in jenen Fällen, in denen die für eine kontrollierende Beteiligung erforderliche Anzahl der Stimmrechte nur vorübergehend oder unbeabsichtigt überschritten und dies unverzüglich rückgängig gemacht wird. Auf ein quantitatives Erfordernis, dass die Überschreitung nur geringfügig sein darf, wird seit dem ÜbRÄG 2006 nicht mehr abgestellt. Fälle der passiven Kontrollerlangung⁵⁵⁰ unterliegen nunmehr ausschließlich § 22b ÜbG⁵⁵¹ als *lex specialis* und nicht mehr diese Bestimmung.⁵⁵² Im Fall einer unbeabsichtigten oder vorübergehenden *Unterschreitung* der Kontrollschwelle und einer nachfolgenden Überschreitung ist nach *Diregger/Kalss/Winner* eine Einzelanalogie zu Z 3 leg cit zu ziehen, da die Gefährdung der Minderheitsaktionäre bei einer Unterschreitung geringer ist als bei einer Überschreitung.⁵⁵³

Der Ausnahmetatbestand unterscheidet zwei Fälle: die absichtliche vorübergehende und die unabsichtliche Kontrollerlangung.

Die absichtliche Kontrollerlangung ist nur dann privilegiert, wenn die Kontrolle bloß vorübergehend besteht. Sie muss also ebenso planmäßig so zurückgeführt werden, wie sie hergestellt wurde. Solche Fälle treten typischerweise bei Umstrukturierungen im Konzernbereich oder bei Änderungen innerhalb von Syndikaten auf. Zum Beweis dafür, dass die Überschreitung nur vorübergehend ist, wird die ÜbK regelmäßig die Vorlagen eines Transaktionsplans verlangen, in dem beispielsweise schon verbindliche Weiterveräußerungsvereinbarungen mit Dritten enthalten sind. Weder Mat noch Gesetz geben Hinweise auf die Auslegung des Begriffs „vorübergehend“. Laut ÜbK⁵⁵⁴ kann auch ein Zeitraum von einem Monat noch als vorübergehend qualifiziert werden.⁵⁵⁵ Huber differenziert bei dem Begriff genauer und stellt auf die Liquidität des Marktes ab, wobei sich der Zeitraum verlängert, je illiquider der Markt ist. Der Aktionär soll einerseits nicht gezwungen werden zu einem Preis verwerten zu müssen, der deutlich geringer ist als der Börsekurs, andererseits liegt wohl ein Monat im oberen Bereich der Zulässigkeit, da auch bei illiquiden Werten durch Verfahren wie dem

⁵⁴⁹ Winner/Schulz, ÖBA 2010, 82 ff.

⁵⁵⁰ S o Kapitel 4.2.1.3.

⁵⁵¹ Vgl dazu zB ÜbK v 24.2.2005, GZ 2004/1/9-112 (Böhler-Uddeholm).

⁵⁵² Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 264; Huber in *Huber*, ÜbG, § 25 Rz 45.

⁵⁵³ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 267.

⁵⁵⁴ ÜbK v 21.10.1999, GZ 1999/1/2-8; so auch *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 265.

⁵⁵⁵ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 265; Huber in *Huber*, ÜbG, § 25 Rz 47.

„accelerated book-building“⁵⁵⁶ eine relativ rasche Platzierung ohne Prospektflicht möglich ist.⁵⁵⁷

Beim unabsichtlichen Kontrollerwerb wird die Kontrolle, im Gegensatz zu § 22b ÜbG, durch aktives Handeln erlangt. Dem(n) Beteiligten ist der Kontrollwechsel aber nicht bewusst. Privilegiert ist in diesem Fall daher nur der Tatsachenirrtum, wie zB eine Zurechnung infolge eines Erwerbs einer Drittbeteiligung, die ihrerseits selbst an der Zielgesellschaft beteiligt ist. Weiters kann es bei einer Kapitalerhöhung zu einem unbeabsichtigten Kontrollerwerb kommen, wenn der Kontrollerwerber auf die Mitzeichnung der anderen wesentlich beteiligten Aktionäre vertraut hat.⁵⁵⁸

Nach *Diregger/Kalss/Winner* ist der bloße Rechtsfolgenirrtum in Hinblick auf die Möglichkeit ein Feststellungsverfahren nach § 26b ÜbG einzuleiten, wohl nicht privilegiert.⁵⁵⁹

Ferner lässt sich nach *Diregger/Kalss/Winner* aus § 26b Abs 3 Z 3 ÜbG ein weiteres ungeschriebenes Tatbestandselement ableiten, dass der unabsichtlich oder nur vorübergehend erlangte beherrschende Einfluss in der Übergangszeit bis zur Rückführung tatsächlich nicht ausgeübt werden darf. Andernfalls würde es nämlich dazu führen, dass jeweils kurz vor wichtigen Beschlüssen, wie zB Aufsichtsratswahlen, vorübergehend eine kontrollierende Beteiligung hergestellt und im Anschluss daran wieder rückgeführt würde.⁵⁶⁰

7.2.4. Schenkung, Erbgang, Scheidung (Z 4)

Anzeigepflicht besteht auch in den von § 25 Abs 1 Z 4 ÜbG zusammengefassten Fallgruppen, da in diesen Fällen typischerweise keine Kontrollprämie anfällt und es somit zu keiner unmittelbaren finanziellen Ungleichbehandlung kommt.⁵⁶¹ Außerdem werden die Interessen der Beteiligungspapierinhaber nicht in relevanter Weise beeinträchtigt, da es zu einem Erwerb außerhalb des Marktes für Unternehmenskontrolle kommt.⁵⁶² Überdies heben die Mat⁵⁶³ her-

⁵⁵⁶ Eine Sonderform des Bookbuilding, ein Verfahren, das bei einer Neueinführung an der Börse Anwendung findet, um einen marktgerechten Emissionspreis und –volumen zu bestimmen. Das *accelerated bookbuilding* ist üblicherweise als Privatplatzierung ohne Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts ausgestaltet. Die Platzierung ist auf die Ansprache Institutioneller beschränkt. Die Zeichnungsfrist läuft nur wenige Tage, um zwar die Investoren für Zeichnungen ansprechen zu können, andererseits aber einen Kursdruck im laufenden Börsenhandel zu vermeiden. Das Verfahren ist aufgrund seiner Schnelligkeit und Flexibilität besonders für volatile Aktienmärkte geeignet. (<db.com/lexikon/lexikon_de/content/index_1190.htm>, Zugriff: 26.04.2010).

⁵⁵⁷ Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 25 Rz 49.

⁵⁵⁸ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 265; *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 25 Rz 50.

⁵⁵⁹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 265; so auch *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 25 Rz 50.

⁵⁶⁰ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 266.

⁵⁶¹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 268.

⁵⁶² Vgl *Huber* in *Huber*, ÜbG, § 25 Rz 58.

⁵⁶³ EB RV 1276 BlgNR 20. GP 43.

vor, dass der (die) Erwerber typischerweise in diesen Fällen „keine andere Geschäftspolitik“ verfolgen. Falls es doch zu einer solchen Änderung kommen sollte, kann die Möglichkeit, Auflagen anzugeben, dem Rechnung tragen.⁵⁶⁴

Schenkungen sind nur dann privilegiert, wenn sie unter Angehörigen vorgenommen werden. Durch Verweis auf § 32 Abs 1 IO⁵⁶⁵ wird klargestellt, dass als Angehörige nur Personen in Betracht kommen, die entweder verheiratet oder mit den Eheleuten in gerader Linie oder bis zum vierten Grad der Seitenlinie miteinander verwandt oder verschwägert sind.⁵⁶⁶

„Im Gegensatz zur Schenkung ist der Erwerb im Wege des Erbgangs nicht auf den Erwerb von Angehörigen beschränkt. Erfasst ist neben der gesetzlichen und der testamentarischen Erbfolge auch die Erbauseinandersetzung. Auch der Erwerb auf Grundlage eines Vermächtnisses wird zur Vermeidung von Wertungswidersprüchen einzubeziehen sein. Der Umstand, dass die Beteiligung an der Zielgesellschaft die Vermögensphäre einer Familie verlässt und dadurch die Wahrscheinlichkeit einer strategischen Neuausrichtung der Zielgesellschaft steigt, kann für die Beurteilung der Gefährdung der Vermögensinteressen der Inhaber von Beteiligungspapieren von Relevanz sein.“⁵⁶⁷

Ein weiterer Sonderfall des Kontrollwechsels unter Angehörigen ist jener aus Anlass der Auflösung einer Ehe, gleichgültig aus welchem Grund und ob sie wirksam war. Lebensgemeinschaften sind vom Wortlaut nicht erfasst, nach *Diregger/Kalss/Winner* ist aber eine analoge Anwendung aus sachlichen Gründen gerechtfertigt.⁵⁶⁸

7.2.5. Mittelbare Übertragung an Angehörige (Z 5)

„§ 25 Abs 1 Z 5 ÜbG knüpft an die in Z 4 geregelte Ausnahmebestimmung an und begünstigt auch jene Fälle, in denen der durch die kontrollierende Beteiligung vermittelte beherrschende Einfluss zT oder zur Gänze unter Zwischenschaltung eines Holdingrechtsträgers auf Angehörige gem § 32 Abs 1 KO übertragen wird; die Zwischenholding kann als Gesellschaft oder als Privatstiftung konstruiert sein.“⁵⁶⁹

⁵⁶⁴ Vgl EB RV 1334 BglNR 22. GP 16.

⁵⁶⁵ Vormals § 32 KO, Inhaltsgleich vgl EB RV 612 BlgNR 24. GP Vorblatt der Erläuterungen.

⁵⁶⁶ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 269; *Huber in Huber*, ÜbG, § 25 Rz 59.

⁵⁶⁷ *Huber in Huber*, ÜbG, § 25 Rz 59.

⁵⁶⁸ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 270; vgl auch *Huber in Huber*, ÜbG, § 25 Rz 59.

⁵⁶⁹ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 272.

7.2.6. Squeeze-out statt Pflichtangebot (Z 6)

Dieser Ausnahmetatbestand geht auf Entscheidungen der ÜbK⁵⁷⁰ zurück, und wird durch Z 6 gesetzlich festgeschrieben.⁵⁷¹ Nach den Mat⁵⁷² soll das Verfahren nicht sinnlos verdoppelt werden, wenn es im Anschluss an einen Erwerb tatsächlich zu einem Gesellschafterausschluss kommt. Sinnlos wäre das Verfahren deshalb, da diejenigen, die das Angebot nicht annehmen, in der Folge sowieso ausgeschlossen werden würden. Daher ist von einer Angebotspflicht abzusehen, wenn die Bestimmungen der Abfindung nach dem GesAusG und die Preisfindungsregeln des § 26 ÜbG eingehalten werden, sowie die Auszahlung zeitnah zum Entstehen der Angebotspflicht erfolgt.

Der Gesetzgeber stellt ausdrücklich auf den Ausschluss nach GesAusG ab. Nach *Diregger/Kalss/Winner* ist das auf einen Redaktionsfehler zurückzuführen, da ursprünglich daran gedacht wurde das GesAusG als einzige Form des Squeeze-out vorzusehen. Aus diesem Grund ist entgegen dem Wortlaut der Bestimmung auch ein Squeeze-out nach UmwG⁵⁷³ ausreichend für eine Privilegierung nach § 25 Abs 1 Z 6 ÜbG.⁵⁷⁴

⁵⁷⁰ ÜbK v 6.8.2002, GZ 2005/2/3-11 betreffend § 2 UmwG; bestätigt betreffend Squeeze-out-Spaltung ÜbK v 9.8.2005, GZ 2005/2/3-11 (Investkredit Bank AG).

⁵⁷¹ Vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 272; *Winner*, ÖJZ 2006, 666.

⁵⁷² EB RV 1334 BlgNR 22. GP 16.

⁵⁷³ Umwandlungsgesetz, BGBl I 304/1996 idF BGBl I 71/2009.

⁵⁷⁴ *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht², Rz 274.

8. Fazit und Ausblick

Leider besteht die Möglichkeit das ÜbG zu umgehen auch noch vier Jahre nach der Gesetzesreform. Die starre Kontrollschwelle von 30% besteht, trotz mehrfacher Kritik aus Lehre und Praxis, weiter. Viele Studien zeigen eindeutig, dass aufgrund der geringen HV-Präsenzen Kontrolle weit unter dieser Schwelle möglich ist. Der Börsenstandort Wien ist aufgrund seiner Besonderheiten für eine solche Regelung schlicht nicht geeignet. Neben der mangelnden „Börsenmentalität“ österreichischer Kleinanleger halten häufig ausländische Fonds, überwiegend amerikanische Pensionsfonds, Minderheits-Anteile an heimischen Unternehmen. Zweitens haben wenig Interesse daran, ihre Stimmrechte auszuüben; vielmehr sind sie an sicheren Dividenden interessiert. So bleiben meist die Kernaktionäre, eine typisch österreichische Erscheinung, die meist mit 25% beteiligt sind.

Die „gesicherte Sperrminorität“, wie so oft genannt wird, ist nach *Winner* „Unsinn“ und mehr eine Wortschöpfung als ein juristischer Begriff, da die Sperrminorität schon bei 25% plus eine Aktie vorliegt.⁵⁷⁵ Weiters wird verkannt, dass die 25% nur dann zutreffen, wenn 100% der Anleger bei der HV anwesend sind, da die Stimmenmehrheit aus den Stimmen der Anwesenden bestimmt wird. Im Normalfall sind aber in Österreich nur rund 11% des Streubesitzes anwesend und daher ist die „Sperrminorität“ ganz im Gegenteil eine gesicherte Mehrheit und in manchen Fällen sogar eine qualifizierte Mehrheit.

Wenn nicht der Gesetzgeber, dann führt vielleicht die Revision der ÜbRL im Jahr 2011 zu einer Änderung und einer Verbesserung. Die Herabsetzung der Schwelle, die Wiedereinführung des materiellen Kontrollbegriffs oder das Rufen kontrollbegründende Anteile sind mögliche Ansätze, die zu einer Verbesserung des Minderheitenschutzes führen und die Attraktivität des Börsenplatzes Österreich steigern würden.

Neben dieser Unzulänglichkeit bestehen noch andere Wege, um die Minderheitsaktionäre um ihren Schutz zu bringen. Einerseits besteht die Möglichkeit, ein Pflichtangebot durch die Einführung von Höchststimmrechtsgrenzen und Vorzugsaktien zu verhindern. Obwohl die nicht stimmberechtigten Anteile keinen direkten Einfluss ermöglichen, kann durch Verringern der Gegenstimmen der relative Anteil erhöht werden. Im Falle einer Senkung der Schwelle, würden solche Konstruktionen viel attraktiver werden, als sie es momentan sind. Andererseits besteht, trotz Erreichen der 30% aufgrund eines umfangreichen Ausnahmenkatalogs, oft keine Angebotspflicht. Viele dieser Ausnahmen sind berechtigt und tragen zur Rechtssicherheit bei, aber einige bedürfen einer einschränkenden Auslegung oder einer Ergänzung seitens des

⁵⁷⁵ *Winner*, GesRZ 2007, 395.

Gesetzgebers.

Ein weiteres Manko sind die verwaltungsstrafrechtlichen Sanktionen, die drohen falls kein Angebot gelegt wird oder falsche Angaben gemacht werden. Sie sind im Hinblick auf die Brisanz und Wichtigkeit des Übernahmerechts geradezu zahnlos. Die Verwaltungsstrafen sind zwar neben den zivilrechtlichen Sanktionen eine wichtige Ergänzung, aber aufgrund ihrer geringen Strafhöhe nicht besonders effektiv.

Angesichts der bevorstehenden Revision der RL im Jahr 2011 ist die Zukunft des österreichischen und europäischen Übernahmerechts ungewiss. Spannend bleibt, ob es zu einer weiteren Harmonisierung führen wird und auf welche Vorgaben man sich einstellen wird müssen. Wird es zu einer europäischen Kapitalmarktaufsicht kommen? Ein erster Vorstoß in diese Richtung ist kürzlich erst gescheitert.⁵⁷⁶ Das Übernahmerecht wird daher auch weiterhin einbrisantes Thema bleiben.

⁵⁷⁶ Vgl den Kommissionsvorschlag zur Einführung einer Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA), in der die Zuständigkeit gem Art 1 Z 2a in übernahmerechtlichen Fragen nur noch als eine Art Annexzuständigkeit erwähnt wird, <<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0503:FIN:DE:PDF>>.

Abkürzungsverzeichnis

aA	anderer Ansicht
ABGB	Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch
AbI	Amtsblatt
Abs	Absatz
aF	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
AO	Ausgleichsordnung
ARÄG	Aktienrechts-Änderungsgesetz
arg	argumento
ARRL	Aktionärsrechte-Richtlinie
Art	Artikel
AUA	Austrian Airlines
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Deutschland)
BB	Der Betriebsberater (deutsche Zeitschrift)
Bd	Band
dBGB	deutsches Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
dBGBI	deutsches Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidung des Bundesgerichtshof
BglNR	Beilage(n) zu den Stenographischen Protokollen des Nationalrats
BörseG	Börsegesetz
BZÖ	Bündnis Zukunft Österreich
bzw	beziehungsweise
de lege ferenda	vom Standpunkt des zukünftigen Rechts
dh	das heißt
Dr	Doktor
EB RV	Erläuternde Bemerkungen zur Regierungsvorlage
ecolex	Fachzeitschrift für Wirtschaftsrecht
EG	Europäische Gemeinschaft
EU	Europäische Union

EuGH	Europäischer Gerichtshof
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f, ff	folgende; fortfolgende
FBG	Firmenbuchgesetz
FMA	Finanzmarktaufsicht
FN	Fußnote
gem	gemäß
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung Gesetz
GeS	Zeitschrift für Gesellschafts- und Steuerrecht
GesAusG	Gesellschafterausschlussgesetz
GesbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GesRz	Der Gesellschafter, Zeitschrift für Gesellschaftsrecht(Zeitschrift)
GP	Gesetzgebungsperiode
Großkomm	Großkommentar
GZ	Geschäftszahl
hA	herrschende Ansicht
HGB	Handelsgesetzbuch
hL	herrschende Lehre
hM	herrschende Meinung
Hrsg	Herausgeber
HV	Hauptversammlung
ieS	im engeren Sinn
idF	in der Fassung
idgF	in der gängigen Fassung
idR	in der Regel
insb	insbesondere
IPRG	Internationales Privatrecht Gesetz
ISD	Investment Services Directive
iSd	im Sinne des
iSv	im Sinne von
iVm	in Verbindung mit
JA	Justizausschuss

JAP	Juristische Ausbildung und Praxisvorbereitung (Zeitschrift)
JB1	Juristische Blätter (Zeitschrift)
JGS	Justizgesetzsammlung
KG	Kommanditgesellschaft
KMG	Kapitalmarkgesetzt
KO	Konkursordnung
KölnerKomm	Kölner Kommentar
Kom	Kommission (EU)
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
krit	kritisch
leg cit	legis citatae
Lit	Literatur
lit	litera
Mag	Magister
Mat	Materialien
ME	Meines Erachtens
MinE	Ministerialentwurf
MünchHdB	Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts
MünchKomm	Münchener Kommentar
Nr	Nummer
NZ	Notariatszeitung (Zeitschrift)
o	oben
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
OG	Offene Gesellschaft
OGH	Oberster Gerichtshof
ÖIAG	Österreichische Industrieverwaltungs-Aktiengesellschaft
ÖJZ	Österreichische Juristenzeitung (Zeitschrift)
ÖKonzernR	Österreichisches Konzernrecht
ÖVP	Österreichische Volkspartei
ÖZW	Österreichische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
PSG	Privatstiftungsgesetz
RdW	Recht der Wirtschaft (Zeitschrift)
RGB1	Reichsgerichtsblatt
dRGB1	deutsches Reichsgerichtsblatt

RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
RL	Richtlinie
Rn	Randnummer
Rs	Nummer der Rechtssache (EuGH)
Rsp	Rechtsprechung
Rz	Randzahl
S	Satz; Siehe
SEC	Securities and Exchange Commission
sog	so genannt(e)
SpaltG	Spaltungsgesetz
SPÖ	Sozialdemokratische Partei Österreichs
str	strittig
SWI	Steuer und Wirtschaft international (Zeitschrift)
u	unten
ÜbG	Übernahmegesetz
ÜbK	Übernahmekommission
ÜbRÄG 2006	Übernahmerechts-Änderungsgesetz 2006
ÜbRL	Übernahmerichtlinie
ÜbV	Übernahmeverordnung
UGB	Unternehmensgesetzbuch
UmwG	Umwandlungsgesetz
Unterabs	Unterabsatz
URG	Unternehmensreorganisationsgesetz
v	vom
va	vor allem
VfGH	Verfassungsgerichtshof
Vgl	Vergleiche
WAG	Wertpapieraufsichtsgesetz
wbl	Wirtschaftliche Blätter (Zeitschrift)
dWpÜG	deutsches Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
dWpÜG-AngVO	deutsches Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz-Angebotsverordnung
dWpHG	deutsches Wertpapierhandelsgesetz
Z	Ziffer

zB zum Beispiel

ZfV Zeitung für Verwaltung

zT zum Teil

Literaturverzeichnis

- Arnold/Schuster*, Übernahmerechtliche Folgen einer Änderung der Stiftungserklärung und Verschiebungen bei Stifterrechten, GeseRZ 2007, 303
- Assmann/Pötsch/Schneider*, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegerichtsgesetz (2006)
- Baum*, „Öffentlichkeit“ eines Erwerbsangebots als Anwendungsvoraussetzung des Übernahmerechts, AG 2003, 144
- Baums/Cahn*, Die Umsetzung der Übernahmerichtlinie in europäische Rechtsordnungen (2006)
- Baier*, „Creeping-in“ Der Ausbau einer kontrollierenden Beteiligung im Sinne des Übernahmerechts (2002).
- Binder/Kohl*, Bankenehe Hypovereinsbank und Bank Austria – Kurzanalyse, ecolex 2000, 875
- Bikner/Zivny*, Pflichtangebot bei Änderung im Syndikat, ecolex 2000, 582
- S Bydlinski/Bachner*, Aktienrechts-Änderungsgesetz – Der Übergang in das neue Regime, GeS 2009, 98
- Bydlinski/Winner*, Das neue Übernahmegerichtsgesetz, ÖBA 1998, 913
- Diregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht – ein Gesamtüberblick² (2006)
- Diregger/Ullmer*, Die Spruchpraxis der Übernahmekommission nach drei Jahren Übernahmegerichtsgesetz – eine Auswahl, wbl 2002, 97
- Doralt*, Übernahme, Verschmelzung, Konzern und der City Code, GesRZ 2000, 197.
- Doralt/Nowotny/Kalss* (Hrsg), Kommentar zum Aktienrecht (2003)
- Dorda*, Das neue österreichische Übernahmegerichtsgesetz, ecolex 1998, 843
- Eigner/Winner*, Die elektronische Hauptversammlung – Eine Bestandaufnahme nach gelgendem Recht und der neuen Aktionärsrechte-Richtlinie, ÖBA 2008, 43
- Feyl/Rath*, Wandelschuldverschreibungen im Übernahmerecht, GesRZ 2009, 221
- Gall*, Die Stellungnahme der Übernahmekommission zur Transaktion Hypo Vereinsbank und Bank Austria, wbl 2000, 544
- Gall*, Die Angebotspflicht nach dem Übernahmegerichtsgesetz (2003)
- Gall*, Das Andienungsrecht von Minderheitsaktionären (Sell-out) bei Beteiligungskonzentration, wbl 2006, 345
- Gall*, Acting in Concert und Angebotspflicht nach dem Übernahmegerichtsgesetz, GesRZ 2008, 139
- Gall/Winner*, Der neue Vorschlag einer Übernahmerichtlinie, GeS 2003, 103

- Geibel/Süßmann*, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegericht (2002)
- von Godin/Wilhelmi*, Aktiengesetz. Kommentar⁴ (1971)
- Größ*, Anlegerschutz im Übernahmerecht, Schadenersatzansprüche und alternative Rechtsbehelfe (2003)
- Großkommentar zum Aktiengesetz⁴ (2003)
- M Gruber*, Das Übernahmegericht. Eine Einführung, wbl 1999, 10
- E Gruber/Zivny*, Pflichtangebot bei passiver Kontrollerlangung, RdW 2002, 132
- Hasenauer*, Zum Kontrollbegriff beim mittelbaren Beteiligungserwerb nach dem ÜbG, RdW 2007, 391
- Hausmanninger/Herbst*, Übernahmegericht – Kurzkommentar (1999)
- Heidinger*, Anwendungsbereich des Übernahmegerichtes, SWI 1999, 135
- Herbst*, Bedingungen und Rücktrittsvorbehalte in Übernahmeangeboten, JB1 2003, 693
- Hlawati/Birkner*, Abwehrmaßnahmen gegen Hostile Takeovers, ecolex 2000, 84
- Holoubek/Kalss*, Schnittstellen des privaten und öffentlichen Wirtschaftsrechts, ÖZW 2000, 77
- Huber* (Hrsg), Übernahmegericht – Kommentar (2007)
- Huber*, Überlegungen zum gemeinsamen Vorgehen Symposium „10 Jahre Übernahmegericht“, GesRZ 2010, 13
- Huber/Alischer*, Das Übernahmerechts-Änderungsgesetz – ein Überblick, ecolex 2006, 574
- Hüffer*, Aktiengesetz⁸ (2008)
- Immenga*, Grenzen der nachträglichen Einführung von Stimmrechtsbeschränkungen, BB 1975, 1042
- Jabornegg/Strasser* (Hrsg), Kommentar zum Aktiengesetz⁴ (2001)
- Jöllinger*, Zur übernahmerechtlichen Bedeutung der Willensbildung in Übernahmefällen am Beispiel der Verschmelzung, wbl 2008, 364
- Jöllinger*, „Creeping-in“ und die Befreiungstatbestände des § 24 ÜbG, wbl 2008, 525
- Jud/Zollner/Terlitz*, Höchststimmrechte bei Ermittlung übernahmerechtlicher Schwellenwerte, NZ 3/2002, 65
- Kaindl*, Das Pflichtangebot im Übernahmegericht (2001)
- Kaindl/Rieder*, Neuerungen für das Pflichtangebot und Gesellschafterausschluss, GesRZ 2006, 247.
- Kalss*, Das Höchststimmrecht als Instrument zur Wahrung des Aktionärseinflusses (1992)
- Kalss*, Höchststimmrecht als Grant für Aktionärseinfluß?, GesRZ 1992, 25
- Kalss*, Konkurrenzangebot und Rücktritt bei der Unternehmensübernahme, RdW 1999, 269

- Kalss*, Das Zusammenspiel anlaßbezogener Publizitätspflichten, ÖBA 2000, 281
- Kalss*, Das Austrittsrecht als modernes Instrument des Kapitalgesellschaftsrechts, wbl 2001, 366
- Kalss*, Ausgewählte Fragen zum Erwerb eigener Aktien nach dem Aktienoptionengesetz, GesRZ-Sonderheft 2001 „Aktienoptionen“ 42
- Kalss/Nowotny/Schauer*, Österreichisches Gesellschaftsrecht (2008)
- Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht Band I (2005)
- Kalss/Winner*, Umgründungs- und Übernahmerecht – Versuch einer Synthese, ÖBA 2000, 51
- Kalss/Zollner*, Bilden eigene Aktien Gegenstand eines öffentlichen Angebots nach dem ÜbernahmeG?, ÖBA 2001, 499
- Karollus/Geist*, Das österreichische Übernahmegesetz – (k)ein Papiertiger?! – eine Fallstudie, NZG 2000, 1145
- Kastner*, Aktiengesetz 1965, JBl 1965, 392
- Klement/Dietrich*, Rückerwerb eigener Aktien und Übernahmerecht, ecolex 2001, 675
- Kölner Kommentar zum Aktiengesetz³ Bd 6 (2004)
- Koppenstein*, Zurechnung von Beteiligungen im Wirtschaftsrecht, wbl 2005, 293
- Larenz*, Methodenlehre der Rechtswissenschaft² (1992)
- Larenz/Wolf*, Allgemeiner Teil des deutschen bürgerlichen Rechts⁹ (2004)
- Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts Band 4, Aktiengesellschaft³ (2007)
- Münchener Kommentar zum Aktiengesetz² Band 4 (2004)
- Nowotny*, Zur Auslegung des Übernahmegesetzes, RdW 2000, 330
- Nowotny*, Übernahme durch Umgründung – Zusammenspiel oder Widerspruch zwischen Übernahmerecht und Gesellschaftsrecht, wbl 2001, 379
- Nowotny*, Höchststimmrecht als Abwehrmechanismus gegen Übernahmen?, RdW 2001, 130
- Ofner*, Die Zulässigkeit des Bezugsrechtsausschlusses im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung, GesRZ 1987, 24
- Reich-Rohrwig*, Sanierung durch vereinfachte Kapitalherabsetzung und -erhöhung, GesRZ 2001, 69
- Reich-Rohrwig/Thiery*, Zur geplanten Einführung von Mehrstimmrechtsaktien, ecolex 1990, 26
- Rill*, Ist das Übernahmerecht verfassungswidrig?, ZfV 2006/329, 178
- Schopper*, Die „creeping-in“-Verordnung – Neuigkeiten aus dem Übernahmerecht, RdW 2000, 130
- Schwimann*, ABGB Praxiskommentar³, Band 6 (2006)

- Senger/Vogelmann*, Die Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien, AG 2002, 193
Spatz, Pflichtangebot auch ohne Vorliegen eines der Kontrollerwerbstatbestände gemäß 1. ÜbV?, RdW 2002, 706
Stockenhuber, Takeovers nach österreichischem Übernahmerecht, RIW 1999, 752
Stockenhuber, Übernahme ≠ Übernahme, JAP 2000/2001, 64
Straube (Hrsg), Fachwörterbuch zum Handels- und Gesellschaftsrecht (2006)
Terlitzza/Zollner, Zum Anwendungsbereich der 2. Übernameverordnung, ÖBA 2000, 671
Thiery, Höchststimmrechte für Aktionäre, NZ 1989, 81
Torggler, Vertragliche Gestaltungen zur Wahrung des Gesellschaftereinfusses, GesRZ 1990, 186
Wellman, Treatise on the Law of Securities Regulation II (1995)
Winner, Die 1. Übernahmeverordnung, RdW 1999, 509
Winner, Die Pflichten der Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme – Eine Untersuchung nach dem Übernahmegesetz (2001) Un-
Winner, Das Pflichtangebot nach neuem Übernahmerecht, ÖJZ 2006, 659
Winner, Rechtspolitisches zum Pflichtangebot – Eine Würdigung des ÜbRÄG 2006, GesRZ 2007, 391
Winner, Ein gutes Jahrzehnt Übernahmerecht –, eine Würdigung, GesRZ 2010, 7
Winner/Gall, Ein Jahr Übernahmegesetz – Die ersten Entscheidungen, wbl 2000, 1
Winner/Schulz, Aktuelle Entwicklungen im Übernahmerecht – M&A und die Krise, ÖBA 2010, 83
Zeisig, Mitgliedschaft und Stimmrechtsmacht der AG eine Untersuchung zu Höchst-
stimmrechten und Mehrstimmrechten (1996)
Zollner, Kontrollwechsel und Kontrollerlangung im Übernahmegesetz (2002)

Entscheidungsliste

ÜbK vom 4.6.1999, GZ 1999/2/4-7 (Stellungnahme, Erwerb eigener Aktien)

ÜbK vom 12.9.2000, GZ 2000/1/4-171 (Stellungnahme, HVB/BA)

ÜbK vom 19.4.2001, GZ 2001/1/3-27 (Feststellungsantrag § 24 ÜbG)

ÜbK vom 16.5.2001, GZ 2001/1/2-26 (§ 25 Abs1 Z 2 ÜbG)

ÜbK vom 9.8.2001, GZ 2001/2/5-50 (§ 25 Abs1 Z 4 ÜbG)

ÜbK vom 26.11.2001, GZ 2001/2/8-24 (§ 25 Abs1 Z 2 ÜbG)

ÜbK vom 17.12.2001, GZ 2001/2/3-395 (§ 33 ÜbG, Lauda Air AG)

ÜbK vom 19.3.2002, GZ 2002/2/1-31 (§ 25 Abs1 Z 4 ÜbG)

ÜbK vom 3.6.2002, GZ 2001/3/4-58 (§ 25 Abs1 Z 1 ÜbG, Telekom Austria AG)

ÜbK vom 13.9.2002, GZ 2002/3/6-93 (§ 25 Abs1 Z 4 ÜbG, Vogel & Noot Holding AG)

ÜbK vom 24.2.2003, GZ 2002/1/8-64 (§ 25 Abs1 Z 4 ÜbG, CLC AG)

ÜbK vom 12.6.2003, GZ 2003/1/4-63 (§ 25 Abs1 Z 2 ÜbG)

ÜbK vom 4.9.2003, GZ 2003/3/6-63 (Stellungnahme, VA Technologie AG)

ÜbK vom 24.2.2005, GZ 2004/1/9-112 (§ 33 ÜbG, BU AG, aufgehoben VfGH)

ÜbK vom 10.7.2006, GZ 2006/3/3-42 (§ 26 ÜbG, Unterschreiten der Mindestpreisschwelle)

ÜbK vom 26.1.2007, GZ 2007/3/1-35 (Stellungnahme, RHI AG)

OGH 29.8.1995, 1 Ob 586/94 (auflösende Bedingungen bei Vorzugsaktien)

OGH 15.10.1985, 5 Ob 526/84 (Bezugsrechtsausschluss)

VfGH 12.12.2000, B 2010/99-10

VfGH 28.12.2005, B 385/05-ua

VfGH 6.10.2006, G 151-153/05-17 V 115-117/05-17

BGH 19.12.1977 BGHZ 70, 114

EuGH 9.3.1999, Rs C-212/97 (Centros)

EuGH 5.11.2002, Rs C-208/00 (*Überseering*)

EuGH 30.09.2003, Rs C-167/01 (*Inspire Art*)