



*[geringfügig redaktionell bearbeitet]*

An  
[...]

**GZ 2016/2/1-63**  
**(Pankl)**

## **B E S C H E I D**

Der 2. Senat der Übernahmekommission hat am 22.3.2016 unter dem Vorsitz von Univ.-Prof. Dr. Josef Aicher im Beisein der Mitglieder Senatspräsident des OGH iR Dr. Peter Baumann (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 2 ÜbG), Mag. Robert Kastil (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 3 ÜbG) und Mag. Helmut Gahleitner (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 4 ÜbG) gemäß § 10 Abs 3 ÜbG zur Veröffentlichung der Angebotsunterlage sowie zur Durchführung des Angebots wie folgt entschieden:

## **S P R U C H**

- 1. Die am 17.2.2016 von der Pierer Industrie AG angezeigte Angebotsunterlage hinsichtlich des öffentlichen Tauschangebots an die Aktionäre der Pankl Racing Systems AG ist nicht gesetzmäßig.**
- 2. Gemäß § 10 Abs 3 ÜbG wird die Veröffentlichung der Angebotsunterlage der Pierer Industrie AG hinsichtlich des öffentlichen Tauschangebots an die Aktionäre der Pankl Racing Systems AG endgültig untersagt.**

## **B E G R Ü N D U N G**

### **1 Parteivorbringen**

Pierer Industrie AG („PIAG“) brachte in der mündlichen Verhandlung am 14.3.2016 vor, dass die Angebotsunterlage den gesetzlichen Vorgaben des ÜbG entspreche. Vor allem sei es auch zulässig, einen bestimmten Referenzpreis für Nacherwerbe iSd § 16 Abs 7 ÜbG vorzusehen. Es handle sich beim Angebot um einen Tauschvertrag, womit die Gegenleistung auch einen Wert für die Aktionäre repräsentiere. Der Referenzpreis könne mit dem volumengewichteten Sechs-Monats-Durchschnittskurses je Aktie der CROSS Industries AG vor der Veröffentlichung der Angebotsabsicht festgelegt werden. Das führe zu einem konkreten Referenzwert von EUR 30,43.

Die Durchschnittsbetrachtung sei bereits in § 26 ÜbG angelegt. Dies garantiere eine möglichst hohe Objektivität, da bei einer solchen Bewertungsweise keine Verfälschung des Aktienkurses drohe. Die Festlegung eines konkreten Referenzwerts in der Angebotsunterlage diene auch der Rechtssicherheit, weil gemäß § 34 ÜbG bereits ex lege ein Ruhen des Stimmrechts vorgesehen ist, wenn die Bieterin gegen Preisbildungsvorschriften verstößt. Bei etwaigen Nacherwerben des Bieters könnten daher Beschlüsse bei Hauptversammlungen der Pankl Racing Systems AG mit dem Argument angefochten werden, die Bieterin habe gegen Preisbildungsvorschriften verstoßen und wäre daher nicht zur Ausübung ihrer Stimmrechte berechtigt gewesen. Zuletzt habe die Übernahmekommission in der Rechtssache Bank Austria Creditanstalt AG (GZ: 2005-1-4 [BACA]) bereits eine Angebotsunterlage gebilligt, in der ebenfalls eine Durchschnittsbetrachtung ab Veröffentlichung der Angebotsabsicht für die Festlegung des Referenzwerts für Nacherwerbe gewählt wurde.

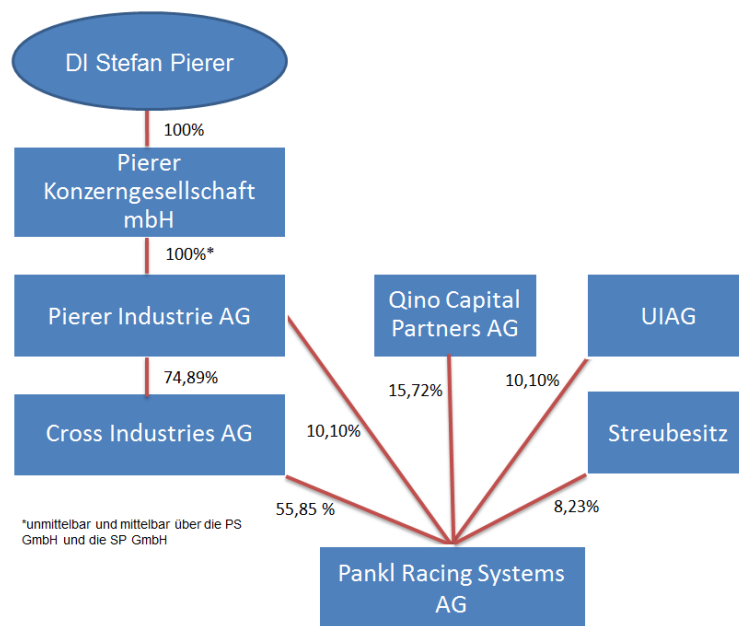
### **2 Sachverhalt**

Die Übernahmekommission hat folgenden Sachverhalt festgestellt:

#### **2.1 Allgemeines**

**Pankl Racing Systems AG** („Pankl“ oder „Zielgesellschaft“), eingetragen unter FN 143981m, ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Bruck an der Mur und der Geschäftsanschrift Industriestraße West 4, 8605 Kapfenberg. Das Grundkapital der Pankl beträgt EUR 3.150.000 und ist zerlegt in 3.150.000 Stück auf Inhaber lautende nennbetragslose Stückaktien, die im Amtlichen Handel der Wiener Börse zugelassen sind und im Segment *Mid Market* notiert werden. Pankl unterliegt daher gemäß § 2 ÜbG dem Vollenwendungsbereich des Übernahmegesetzes. Der derzeitige Aktienkurs liegt bei EUR 28,00 (Stand 21.3.2016), woraus eine Marktkapitalisierung von rund EUR 88,20 Mio resultiert.

Die Aktionärsstruktur der Zielgesellschaft setzt sich wie folgt zusammen:



**Pierer Industrie AG** („PIAG“ oder „Bieterin“), eingetragen unter FN 290677t, ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Wels und der Geschäftsanschrift Edisonstraße 1, 4600 Wels. Das Grundkapital der Bieterin beträgt EUR 1.000.000. Die Bieterin ist eine österreichische Industriebeteiligungsgruppe, die zu 100% im Eigentum der **Pierer Konzerngesellschaft mbH** steht. Alleingesellschafter der Pierer Konzerngesellschaft mbH ist Herr DI Stefan Pierer.

**CROSS Industries AG** („CROSS“), eingetragen unter FN 78112x, ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Wels und der Geschäftsanschrift Edisonstraße 1, 4600 Wels. Das Grundkapital der CROSS beträgt EUR 225.386.742 und ist in 225.386.742 auf Inhaber lautende nennbetragslose Stückaktien zerlegt, von denen jede eine gleiche Beteiligung am Grundkapital repräsentiert. Die Aktien der CROSS sind im Amtlichen Handel der Wiener Börse zugelassen und notieren im Segment *Prime Market*.

Die Aktien der CROSS notierten an ausgewählten Stichtagen wie folgt:

Stichtag	Datum	1 Cross-Aktie	8 Cross-Aktien
<b>Absichtsbekanntgabe</b>	13.1.2016	EUR 3,55	EUR 28,40
<b>Anzeige des Angebots</b>	17.2.2016	EUR 3,48	EUR 27,84
<b>Avisierte Veröffentlichung des Angebots<sup>1</sup></b>	4.3.2016	EUR 3,45	EUR 27,63

Die volumengewichteten Durchschnittskurse der Aktien der CROSS lauteten an ausgewählten Stichtagen wie folgt:

<sup>1</sup> Gemeint ist damit die *geplante* Veröffentlichung des Angebots *durch die Bieterin*. Die Veröffentlichung wurde vom 2. Senat jedoch vorläufig untersagt (siehe unten Punkt 2.1.3).

Stichtag	Zeitraum (je 6 Monate)	1 Cross-Aktie	8 Cross-Aktien
<b>Absichtsbekanntgabe</b>	13.7.2015 – 12.1.2016	EUR 3,80	EUR 30,43
<b>Anzeige des Angebots</b>	17.8.2015 – 16.2.2016	EUR 3,40	EUR 27,19
<b>Avisierte Veröffentlichung des Angebots</b>	4.9.2015 – 3.3.2016	EUR 3,39	EUR 27,09

## 2.2 Öffentliches Tauschangebot der Pierer Industrie AG

PIAG veröffentlichte am 13.1.2016 die Absicht, ein öffentliches Angebot gemäß §§ 4 ff ÜbG an die Aktionäre der Pankl zu stellen. Das Angebot ist auf den Erwerb von sämtlichen Aktien der Zielgesellschaft gerichtet, die sich nicht im Eigentum der Bieterin oder mit ihr gemeinsam vorgehender Rechtsträger befinden. Die Zielgesellschaft hält keine eigenen Aktien. Das Angebot betrifft daher effektiv 1.072.500 Aktien der Zielgesellschaft; das entspricht einem Anteil von rund 34,05% des gesamten Grundkapitals der Zielgesellschaft. Gegenleistung je Aktie der Zielgesellschaft sollten 8 Aktien der CROSS sein. Es handelt sich daher um ein öffentliches Tauschangebot ohne Baralternative. Gemäß § 7 Z 10 ÜbG muss die Angebotsunterlage in diesem Fall „Angaben zu diesen Wertpapieren gemäß § 7 KMG und §§ 74 ff BörseG“ enthalten. Es war somit ein vollständiger Prospekt nach KMG sowie der Prospekt-VO<sup>2</sup> in die Angebotsunterlage zu integrieren oder der Angebotsunterlage als Anhang beizufügen. Die Bieterin hat daher die Angebotsunterlage mit Angaben zu den Aktien der CROSS in einer davon formal getrennten Anlage ./2 („Wertpapierbeschreibung“) ergänzt. Da es sich beim Angebot um ein freiwilliges Tauschangebot gemäß §§ 4 ff ÜbG handelt, ist die Bieterin hinsichtlich der Höhe des Angebotspreises an keine Mindestpreisregeln gebunden.

PIAG beantragte am Tag der Absichtsbekanntgabe die Erstreckung der Anzeigefrist auf 40 Börsetage, zumal bei Wertpapiertauschangeboten eine umfangreichere Dokumentation notwendig sei, um den Vorgaben des § 7 Z 10 ÜbG zu genügen. Der 2. Senat der Übernahmekommission gewährte diese Fristverlängerung mit Bescheid vom 25.1.2016 (ON 14).

## 2.3 Vorläufige Untersagung der Veröffentlichung der Angebotsunterlage

Am 17.2.2016 zeigte PIAG die Angebotsunterlage samt Bestätigung des Sachverständigen binnen offener Frist an. Der 2. Senat der ÜbK prüfte die Unterlage in der Sitzung vom 26.2.2016 und trug der Bieterin dabei auf, eine Reihe von Punkten zu überarbeiten, um mit den übernahmerechtlichen Vorgaben im Einklang zu stehen [...]. Mit E-Mail vom 1.3.2016 erklärte der Rechtsvertreter der Bieterin [...], dass die Vorgaben des 2. Senats nicht vollständig umgesetzt werden (ON 41).

<sup>2</sup> VERORDNUNG (EG) Nr. 809/2004 DER KOMMISSION vom 29. April 2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung.

Konkret ging es um die folgende Passage auf Seite 30 in der Angebotsunterlage (im Folgenden: „AU“):

*„Erwerben die Bieterin oder mit ihr gemeinsam vorgehende Rechtsträger innerhalb von neun Monaten nach Ablauf der Angebotsfrist bzw einer allenfalls anzuwendenden Nachfrist Pankl-Aktien und wird hierfür eine höhere Gegenleistung als EUR 30,43 (dies entspricht dem in Anlehnung an § 26 Abs 1 ÜbG dem Tauschangebot zugrundgelegten Geldwert je CROSS-Aktie) gewährt oder vereinbart, so ist die Bieterin nach Maßgabe von § 16 Abs 7 ÜbG gegenüber allen Aktionären, die das Tauschangebot angenommen haben, zur Zahlung des Unterschiedsbetrags verpflichtet. Die Zahlung dieses Differenzbetrages hat in Geld zu erfolgen. Als Nachzahlung soll die Differenz zwischen der besseren Kondition des Nachzahlungsfalles und dem acht-fachen Wert des volumengewichteten Sechs-Monats-Durchschnittskurses je CROSS-Aktie an der Wiener Börse vor der Veröffentlichung der Angebotsabsicht, also vor dem 12. Jänner 2016 (= EUR 30,43) ausbezahlt werden.“*

Die Bieterin hat somit in der AU bereits einen konkreten **Referenzpreis** festgelegt, bis zu dem etwaige Nacherwerbe erfolgen dürfen, ohne dass die Nachzahlungspflicht gemäß § 16 Abs 7 ÜbG ausgelöst wird. Im Rahmen der Prüfung der AU handelte es sich nach Ansicht des 2. Senats dabei um eine Rechtsfrage, die unter Umständen anders beurteilen sei. Der 2. Senat hat daher bei der Bieterin angeregt, die fragliche Passage aus der AU zu streichen [...], widrigenfalls die Veröffentlichung zwecks vertiefter Prüfung vorläufig untersagt werden müsse. Der alternative Textvorschlag lautete wie folgt:

*„Erwerben die Bieterin oder mit ihr gemeinsam vorgehende Rechtsträger innerhalb von neun Monaten nach Ablauf der Angebotsfrist bzw einer allenfalls anzuwendenden Nachfrist Pankl-Aktien und wird hierfür eine höhere Gegenleistung als ~~EUR 30,43 (dies entspricht dem in Anlehnung an § 26 Abs 1 ÜbG dem Tauschangebot zugrundgelegten Geldwert je CROSS-Aktie)~~ im Angebot gewährt oder vereinbart, so ist die Bieterin nach Maßgabe von § 16 Abs 7 ÜbG gegenüber allen Aktionären, die das Tauschangebot angenommen haben, zur Zahlung des Unterschiedsbetrags verpflichtet. Die Zahlung dieses Differenzbetrages hat in Geld zu erfolgen. ~~Als Nachzahlung soll die Differenz zwischen der besseren Kondition des Nachzahlungsfalles und dem acht-fachen Wert des volumengewichteten Sechs-Monats-Durchschnittskurses je CROSS-Aktie an der Wiener Börse vor der Veröffentlichung der Angebotsabsicht, also vor dem 12. Jänner 2016 (= EUR 30,43) ausbezahlt werden.“~~*

Die Bieterin kam dieser Anregung des 2. Senats nicht nach. Mit Bescheid vom 2.3.2016 wurde die Veröffentlichung des öffentlichen Tauschangebots der PIAG an die Aktionäre der Pankl daher gemäß § 11 Abs 1 Satz 2 ÜbG vorläufig untersagt (ON 49). Der 2. Senat begründete dies damit, dass einzelne Rechtsfragen noch nicht abschließend geklärt werden konnten. Insbesondere müsste noch geklärt werden, mit welchem Wert die Gegenleistung im Tauschangebot für Zwecke der Nachzahlungsgaran-

tie zu bemessen sei, sofern deren Höhe explizit im Angebot genannt werden soll; ferner, ob dies überhaupt gesetzlich zulässig sei.

Zur Klärung des Sachverhalts wurde für 14.3.2016 eine mündliche Verhandlung anberaumt. Gegenstand der mündlichen Verhandlung war die Frage, ob die Angebotsunterlage gesetzmäßig ist, und – falls dies zu verneinen ist – die Veröffentlichung der Angebotsunterlage gemäß § 10 Abs 3 ÜbG endgültig zu untersagen ist. Der Termin wurde von der Bieterin unter Ladungsverzicht zur Kenntnis genommen.

In der mündlichen Verhandlung hat die Bieterin festgehalten, dass nicht geplant sei oder überlegt werde, weitere Aktien der Pankl zu erwerben (Angabe [...], Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 14.3.2016, Seite 2).

### **3 Beweiswürdigung**

Die vorstehenden Feststellungen basieren auf den jeweils in Klammer angeführten Beweismitteln sowie den Aussagen der Bieterin in der mündlichen Verhandlung vom 14.3.2016.

## **4 Rechtliche Beurteilung**

### **4.1 Verfahrensrechtliche Fragen**

Gemäß § 10 Abs 3 ÜbG kann die Übernahmekommission zum Angebot und zur Angebotsunterlage schriftlich Stellung nehmen und diese Stellungnahme ergänzen oder abändern; sie kann durch Bescheid die Gesetzwidrigkeit des Angebots oder der Angebotsunterlage feststellen sowie die Veröffentlichung der Angebotsunterlage und die Durchführung des Angebots untersagen.

In den Gesetzesmaterialien wird der Übernahmekommission „ausdrücklich nahegelegt, den Bieter in formloser Weise mit ihrer Rechtsauffassung zu konfrontieren, wenn sie eine Gesetzwidrigkeit der Angebotsunterlage annehmen muss“ (vgl ErläutRV 1276 BlgNR 20. GP 34 f). Dies erfolgt durch eine „schriftliche Stellungnahme“ iSd § 10 Abs 3 ÜbG. Diese Stellungnahme hat jedoch nicht Bescheidcharakter, sondern informiert den Bieter über die Rechtsauffassung der Übernahmekommission und gegebenenfalls über deren Bedenken (ErläutRV 1276 BlgNR 20. GP 35). Lassen sich solche nicht aufklären und unterlässt – so die Materialien weiter – der Bieter die Verbesserung der Angebotsunterlage, so kann die Übernahmekommission die Rechtswidrigkeit der Angebotsunterlage feststellen und die Durchführung des Angebots untersagen.

Auch im vorliegenden Fall hat die Übernahmekommission von der Möglichkeit einer schriftlichen Stellungnahme iSd § 10 Abs 3 ÜbG Gebrauch gemacht. Der 2. Senat hat die Bieterin in einem E-Mail an ihren Rechtsvertreter darauf aufmerksam gemacht, dass Teile der Angebotsunterlage womöglich gesetzwidrig sein könnten. Eine Änderung der Angebotsunterlage durch die Bieterin im Sinne der informellen Rechtsansicht des 2. Senats hat jedoch nicht stattgefunden, weshalb die Prüfung der Angebotsunterlage innerhalb der gesetzlichen Frist gemäß § 11 Abs 1 ÜbG nicht abgeschlossen werden konnte. Die Veröffentlichung der Angebotsunterlage wurde daher vorübergehend untersagt. Vor einer endgültigen Untersagung muss gemäß § 30 Abs 3 Zif. 1 ÜbG iVm § 10 Abs 3 ÜbG zwingend eine mündliche Verhandlung durchgeführt werden, wenn die Parteien nicht auf die mündliche Verhandlung verzichtet haben. Die mündliche Verhandlung fand am 14.3.2016 statt.

## **4.2 Gesetzwidrigkeit der Angebotsunterlage sowie endgültige Untersagung der Veröffentlichung**

### **4.2.1 Allgemeines zur Nachzahlungsgarantie**

Nach Ansicht des 2. Senats ist die Angebotsunterlage nicht gesetzmäßig, weil gegen § 16 Abs 7 ÜbG verstoßen wird. § 16 Abs 7 ÜbG normiert die **Nachzahlungsgarantie** und lautet wie folgt:

*„Erwerben der Bieter oder mit ihm gemeinsam vorgehende Rechtsträger (§ 1 Z 6) innerhalb von neun Monaten nach Ablauf der Frist für die Annahme des Angebots (§ 19 Abs. 1), bei Verlängerung der Angebotsfrist nach § 19 Abs. 3 innerhalb von neun Monaten nach Ablauf dieser Frist, Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft und wird hierfür eine höhere Gegenleistung als die im Angebot für diese Beteiligungspapiere angebotene Gegenleistung gewährt oder vereinbart, so ist der Bieter gegenüber den Beteiligungspapierinhabern, die das Angebot angenommen haben, zur Zahlung einer Geldleistung in Höhe des Unterschiedsbetrags verpflichtet; § 26 Abs. 2 und 3 gilt sinngemäß. [...].“*

Die Bestimmung zur Nachzahlungsgarantie ist im 2. Teil des ÜbG angesiedelt und somit auf **sämtliche Angebotstypen** anzuwenden (vgl dazu *Zollner* in *Huber*, Kommentar zum ÜbG<sup>2</sup> [2007] § 16 Rz 34). Die Norm ist daher auch auf freiwillige (Teil-)Angebote anwendbar, die keinen Kontrollbezug aufweisen. § 16 ÜbG ist eine spezialgesetzliche Ausprägung des übernahmerechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatzes und garantiert die **finanzielle Gleichbehandlung aller Beteiligungspapierinhaber**. Das Verbot von Parallelerwerben gemäß § 16 Abs 1 und 2 ÜbG und nachfolgenden Käufen gemäß § 16 Abs 7 ÜbG soll die Benachteiligung von Beteiligungspapierinhabern, die das Angebot angenommen haben, hintanhaltend. Es soll vermieden werden, dass die Bieterin einzelnen Beteiligungspapierinhabern eine bessere Gegenleistung außerhalb oder nach Ende des Angebots für ihr Beteiligungspapier gewährt (vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht<sup>2</sup> [2007] Rz 299 sowie *Zoll-*

ner in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 16 Rz 2). Dementsprechend soll niemand in zeitlichem Zusammenhang mit dem Angebot eine **höhere Gegenleistung als die Angebotsadressaten erhalten**.

Neben dem Kauf von Beteiligungspapieren unterliegt auch der Tausch von Wertpapieren gegen andere Wertpapiere grundsätzlich der Nachbesserungspflicht (vgl. *Zollner* in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 16 Rz 39). Konsequenterweise ist daher auch der **umgekehrte Fall** erfasst, nämlich dass einem **öffentlichen Tauschangebot nach §§ 4 ff ÜbG ein Barerwerb für dasselbe Beteiligungspapier folgt, das zuvor Gegenstand des Tauschangebots war** (so bereits ÜbK in GZ 2014/3/8-11).

#### 4.2.2 Wertvergleich zur Bestimmung des Nachzahlungsfalls

Um zu bestimmen, ob eine Nachzahlungspflicht gem § 16 Abs 7 ÜbG ausgelöst wird, muss die Gegenleistung des Bieters sowohl beim **Nacherwerbsgeschäft** als auch beim **Angebotsverfahren** bewertet werden. Diese beiden Werte werden verglichen. Nur wenn die Gegenleistung beim Nacherwerb wertmäßig höher ist als die Gegenleistung im Angebot, wird die Nachzahlungspflicht ausgelöst. Die „im Angebot angebotene Gegenleistung“ iSd § 16 Abs 7 ÜbG ist daher ein Referenzwert, der über den Eintritt der Nachzahlungspflicht der Bieterin entscheidet.

Der Wertvergleich ist grundsätzlich einfach, wenn beide Leistungen der Bieterin Geldleistungen in derselben Währung sind. Die Bewertung der Gegenleistung erfolgt hier in einer **Nominalbetrachtung**: Ob der Nacherwerb zu einer höheren Gegenleistung erfolgt, ist durch einen Vergleich der Nominalbeträge und nicht durch einen Vergleich der in Relation zum jeweils aktuellen Börsenkurs gezahlten Prämie zu ermitteln. Es ist daher von einer prämiensbezogenen Betrachtung abzusehen: Sinkt der Börsenkurs der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft nach dem Ende der Angebotsfrist stark ab und erwirbt die Bieterin binnen neun Monaten zum selben Preis wie im ursprünglichen Angebot, so besteht trotz der deutlich höheren Prämie auf den Börsenpreis, die für den Nacherwerb gezahlt wurde, keine Nachbesserungspflicht (vgl. *Zollner* in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 16 Rz 41). Das entspricht bei insofern vergleichbarer Rechtslage auch der hL in Deutschland (vgl. *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, Kommentar zum WpÜG<sup>2</sup> [2013] § 31 Rz 142 sowie *Kremer/Oesterhaus* in Hirte/Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG<sup>2</sup> [2010] § 31 Rz 89). Begründet wird diese **Nominalbetrachtung** in Deutschland vor allem auch mit dem Wortlaut des § 31 Abs 5 Satz 1 WpÜG:

*„Erwerben der Bieter [...] Aktien der Zielgesellschaft und wird hierfür wertmäßig eine höhere als die im Angebot genannte Gegenleistung gewährt oder vereinbart, ist der Bieter gegenüber den Inhabern der Aktien, die das Angebot angenommen haben, zur Zahlung einer Geldleistung in Euro in Höhe des Unterschiedsbetrages verpflichtet.“ (eigene Hervorhebung)*

Daraus folgt nach hA, dass der (deutsche) Gesetzgeber ersichtlich davon ausging, dass sich die Frage, ob eine wertmäßig höhere Gegenleistung vorliegt, durch einen **bloßen Vergleich** mit der im Angebot



genannten Gegenleistung **ohne Hinzuziehung des durchschnittlichen Börsenkurses** ermitteln lässt (*Kremer/Oesterhaus* in Hirte/Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG<sup>2</sup> § 31 Rz 89; *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, Kommentar zum WpÜG<sup>2</sup> § 31 Rz 142 [mit Verweis auf die Gesetzesmaterialien]).

Eine besondere Situation ergibt sich bei Tauschangeboten, weil die zu vergleichenden Gegenleistungen **unterschiedlicher Art sind**: Hier muss der Wert der angebotsgegenständlichen Gegenleistung für die Aktien der Zielgesellschaft ermittelt werden und diese in ein Verhältnis zur Gegenleistung des Nacherwerbs gesetzt werden. Bei der Bewertung von Aktien (hier: der CROSS) als Gegenleistung des Tauschangebots stellt sich das Problem, ob auf den (volumengewichteten) **Durchschnittskurs** innerhalb eines bestimmten Referenzzeitraums oder den **Börsenkurs zu einem bestimmten Stichtag** abzustellen ist. Mögliche Stichtage sind etwa der Zeitpunkt der Absichtsbekanntgabe, die Anzeige des Angebots bei der ÜbK oder die Veröffentlichung des Angebots (zu den Kursdaten siehe oben Punkt 2.1. des Bescheids).

#### **4.2.3 Stichtags- oder Durchschnittsbetrachtung**

Die Bieterin hat in der Angebotsunterlage den „Wert der Gegenleistung“ iSd § 16 Abs 7 ÜbG mit dem volumengewichteten Sechs-Monats-Durchschnittskurs je CROSS-Aktie an der Wiener Börse vor der Veröffentlichung der Angebotsabsicht festgelegt, also vor dem 12.1.2016. Das führt zu einem konkreten Referenzwert von EUR 30,43. Es würde daher jeder Erwerb von Pankl-Aktien durch die Bieterin die Pflicht zur Zahlung des Unterschiedsbetrags nach der Nachzahlungsgarantie auslösen, der zu einem höheren Preis als EUR 30,43 erfolgt.

Die ÜbK hat in einer Stellungnahme im Jahr 2014 ausgesprochen, dass als Referenzwert für die Nachzahlungsgarantie der **Verkehrswert der Gegenleistung im Zeitpunkt der Angebotsstellung** bzw zeitnah dazu ausschlaggebend ist (GZ 2014/3/8-11). In der Stellungnahme der ÜbK musste eine **Teilschuldverschreibung** bewertet werden, die im Rahmen eines öffentlichen Tauschangebots als Gegenleistung für Genussscheine einer Zielgesellschaft angeboten wurde. Da die Teilschuldverschreibung zum Zeitpunkt der Angebotsstellung noch nicht emittiert worden war, wurde auf den Verkehrswert zeitnah zu ihrer Emission und Erstnotiz abgestellt. Führt man diese Rechtsprechungslinie der ÜbK fort, wäre bei der Bewertung der CROSS-Aktien auf den **Börsenkurs** zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage abzustellen, wenn und sofern man den Verkehrswert von Aktien mit ihrem Börsenkurs gleichsetzt. Das würde zu einem konkreten **Referenzwert von EUR 27,63 führen, weil die Bieterin die Veröffentlichung des Angebots zum 4.3.2016 avisiert hatte**. Dem alternativen Textvorschlag des 2. Senats (vgl oben Punkt 2.3.) lag allerdings die Auffassung zu Grunde, dass in der Angebotsunterlage überhaupt kein Referenzwert anzuführen ist, weil der maßgebliche Börsenkurs zum Veröffentlichungszeitpunkt als künftiger Wert noch nicht bekannt sein kann.

Eine stichtagsbezogene Lösung ist nach Ansicht des 2. Senats durch den **Wortlaut des § 16 Abs 7 ÜbG** geboten. Referenzwert ist demnach „*die im Angebot für diese Beteiligungspapiere angebotene Gegenleistung*“. „Angeboten“ ist iSd § 861 ABGB zu verstehen, weil durch die korrespondierende Annahme des Tauschangebots durch die Angebotsadressaten ein Vertrag nach allgemeinen zivilrechtlichen Regeln zustande kommt. Der Gesetzeswortlaut impliziert daher, dass bei der Bewertung auf **die Angebotsadressaten** abzustellen ist. Aus ihrer Sicht ist der Wert der angebotenen Gegenleistung mit dem Börsenkurs zur Zeit der Veröffentlichung des Angebots ident: Bei Annahme des Angebots hätten sie ja (nur) die Möglichkeit, die Aktien der CROSS zu diesem aktuellen Börsenkurs zu veräußern, nicht aber zu allenfalls höheren historischen Durchschnittskursen. Es ist auch durchaus naheliegend, dass der österreichische Gesetzgeber davon ausging, dass sich die Frage, ob eine wertmäßig höhere Gegenleistung vorliegt, durch einen bloßen Vergleich mit der im Angebot *genannten Gegenleistung* ohne Hinzuziehung des durchschnittlichen Börsenkurses ermitteln lässt. Das geht aus dem Wortlaut zwar nicht so deutlich wie in § 31 Abs 6 dWpÜG hervor, sprachlich ist ein solches Verständnis von § 16 Abs 7 ÜbG aber ebenso möglich. Aus Gründen der Rechtssicherheit müssten Kursschwankungen innerhalb der Angebotsfrist wohl außer Betracht bleiben, weil sonst die Bewertung der Gegenleistung iSd § 16 Abs 7 ÜbG praktisch nicht möglich wäre.

Eine Stichtagsbetrachtung entspricht ferner der herrschenden deutschen Ansicht bei **unbaren Nacherwerben**: Besteht die Gegenleistung des Bieters in Wertpapieren, ist demnach der Börsenkurs im Zeitpunkt des Abschlusses des Parallel- oder Nacherwerbs maßgeblich (*Wackerbarth* in Münchener Kommentar zum AktG<sup>3</sup> VI [2011] § 31 WpÜG Rz 35, 79; *Kremer/Oesterhaus* in Hirte/Bülow, Kölner Kommentar zum WpÜG<sup>2</sup> § 31 Rz 67, 86; *Krause* in Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG Kommentar<sup>2</sup> § 31 Rz 112, 139; aA *Santelmann/Nesterl* in Steinmeyer, WpÜG Kommentar<sup>3</sup> [2013] § 31 Rz 22; *Haarmann* in Frankfurter Kommentar zum WpÜG<sup>3</sup> [2008] § 31 Rz 75: jeweils für Durchschnittswerte analog § 7 WpÜG-AngVO). Für eine solche Stichtagsbetrachtung haben sich auch die deutsche Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) und *Winner* ausgesprochen (vgl. *Winner* in Fleischer/Hüttemann [Hrsg], Rechtshandbuch Unternehmensbewertung [2015] § 21 Rz 106 ff). *Winner*, der seine Auffassung primär für Vorerwerbe entwickelt hat, betont, dass es darauf ankomme, was der Bieter zu geben bereit sei; dafür sei der Zeitpunkt der schuldrechtlichen Verpflichtung ausschlaggebend. Dem entspricht bei Nacherwerben die Veröffentlichung des Angebots. Denn eine schuldrechtliche Verpflichtung der Bieterin ist überhaupt erst frühestens ab diesem Zeitpunkt möglich.

Schließlich wird diese Ansicht durch eine **schutzzweckbezogene Interpretation** des § 16 Abs 7 ÜbG gestützt, der die finanzielle Gleichbehandlung aller Beteiligungspapierinhaber sichern soll. Dann muss es konsequenterweise auf den Wert der Gegenleistung zum Zeitpunkt der Angebotsveröffentlichung ankommen, weil – wie soeben dargelegt – für die Angebotsadressaten nur dieser Wert der Gegenleistung repräsentativ ist. Auf dieser Grundlage kann sodann beurteilt werden, ob die Angebotsad-

ressaten durch einen allfälligen Nacherwerb des früheren Bieters schlechter gestellt sind, weil er einem anderen Aktionär eine höhere Gegenleistung gewährt, als es dem Inhalt des rechtswirksamen Tauschvertrags entspricht. Beträgt zB der Börsenwert von 8 CROSS-Aktien zum Zeitpunkt der avisierten Angebotsstellung EUR 27,63 und erwirbt die Bieterin innerhalb des Nachzahlungszeitraums dieselbe Zahl an Aktien auf Basis einer Durchschnittsbetrachtung um EUR 30,43 zum Zeitpunkt der Anzeige der Angebotsabsicht, sind jene Aktionäre finanziell schlechter gestellt, die das Angebot angenommen haben.

Gegen eine Stichtagsbetrachtung spricht das Argument der Bieterin, wonach das Abstellen auf einen bestimmten Tageskurs immer die Gefahr **zufälliger Ergebnisse** in sich birgt und vor allem nach Bekanntgabe einer Angebotsabsicht starke Schwankungen des Börsenkurses und/oder des Handelsvolumens möglich sind („Kursausschläge“). Das betrifft im konkreten Fall nicht nur die Zielgesellschaft, sondern auch die CROSS, deren Aktien als Gegenleistung des öffentlichen Tauschangebots dienen. Um solche Gefahren zu minimieren und eine möglichst objektive Preisbildung zu garantieren, stellt das ÜbG bei § 26 ÜbG dann auch auf eine Durchschnittsbetrachtung nach den volumengewichteten Börsenkursen ab. Dementsprechend wird auch idZ in einer Literaturmeinung betont, dass bei börsennotierten Gegenleistungen des Angebots eine Durchschnittsbetrachtung (6 Monate) geboten sei, um zufällige Kursschwankungen auszuklammern (*Zollner*, Paralleltransaktion und Nachzahlungsgarantie im neuen Übernahmerecht, GesRZ 2007, 119 [122 f]). Allerdings scheint diese Literaturmeinung widersprüchlich, weil der Autor auch davon ausgeht, dass „wie beim Barangebot auf den Wert der Gegenleistung im Zeitpunkt der Angebotsabgabe abzustellen ist. Nur so kann sichergestellt werden, dass die vom Bieter im Angebot zum Ausdruck gebrachte Werteinschätzung auch den maßgeblichen Vergleichswert für eine etwaige Nachbesserungspflicht bildet“. Stellt man – wie *Zollner* das vertritt – auf eine Durchschnittsbetrachtung ab, geht es aber gerade nicht mehr um die subjektive Werteinschätzung des Bieters in diesem Zeitpunkt. Dazu müsste man die Aktien vielmehr im Zeitpunkt der Angebotsabgabe bewerten und nicht mit historischen Durchschnittskursen, die damit nichts zu tun haben. § 26 ÜbG ist somit für das vorliegende Bewertungsproblem nicht einschlägig. Die bisherigen Überlegungen führen vielmehr zur schutzzweckbezogenen Auslegung des § 16 Abs 7 ÜbG zurück. Denn für die Aktionäre ist es wiederum ohne Belang, wie sich der Kurs der tauschgegenständlichen Aktien nach Bekanntgabe der Angebotsabsicht entwickelt und ob dieser allenfalls dadurch „verfälscht“ wurde. Sie partizipieren von Kursschwankungen in beide Richtungen: Steigt der Kurs bis zur Veröffentlichung des Angebots, ist auch die ihnen angebotene Gegenleistung in diesem Zeitpunkt mehr wert, womit der Anreiz steigt, das Angebot anzunehmen. Fällt aber umgekehrt der Kurs, sinkt auch der Wert der Gegenleistung, was die Angebotsadressaten bei der Entscheidung über den Vertragsschluss berücksichtigen können.

Aber selbst wenn man für die Bemessung der angebotenen Gegenleistung auf Durchschnittskurse abstellen wollte, wäre zu beachten, dass ebenfalls ein Stichtag zu wählen ist, von dem ausgehend der Durchschnittskurs rückwirkend berechnet werden kann. Dieser Stichtag entspricht jedenfalls nicht – wie es die Bieterin vorgesehen hat – dem Zeitpunkt der Absichtsbekanntgabe. Das könnte sich lediglich auf § 26 Abs 1 ÜbG stützen, der für das vorliegende Problem jedoch – wie schon erwähnt – nicht einschlägig ist. Die Vorschrift normiert bloß Mindestvorgaben für die Preisbildung bei kontrollrelevanten Angeboten, sagt aber nichts darüber aus, wie die Gegenleistung im anschließend veröffentlichten Angebot zu bewerten ist. Die Gegenleistung kann natürlich – und tut dies in der Praxis auch regelmäßig – über dem nach § 26 ÜbG ermittelten Mindestpreis liegen, um die Attraktivität des Angebots für die Aktionäre der Zielgesellschaft zu erhöhen. Bei freiwilligen Angeboten gemäß §§ 4 ff ÜbG ist die Vorschrift von vornherein nicht anwendbar. Ginge man beim Wert der Gegenleistung iSd § 16 Abs 7 von einer volumengewichteten Durchschnittsbetrachtung aus, müsste die Berechnung vielmehr wie bei einer Nominalbetrachtung genauso auf den **Zeitpunkt der Angebotsveröffentlichung** abstellen.

Rechtlich nicht nachvollziehbar ist das Vorbringen der Bieterin, wonach eine Durchschnittsbetrachtung aus Gründen der Rechtssicherheit geboten sei, weil in § 34 ÜbG bereits ex lege das Ruhen der Stimmrechte vorgesehen ist, wenn die Bieterin gegen Preisbildungsvorschriften verstößt. Zunächst ist festzuhalten, dass sich dieses Problem nur stellt, wenn die Bieterin Nacherwerbe innerhalb von neun Monaten nach Ablauf der Frist für die Annahme des Angebots tätigt (vgl § 16 Abs 7 ÜbG). Eine solche Erwerbsabsicht hat die Bieterin freilich ausdrücklich verneint (siehe oben Punkt 2.3.). Ferner steht das mögliche Ruhen von Stimmrechten in keinem unmittelbaren Zusammenhang zur – im vorliegenden Verfahren ausschließlich interessierenden – Interpretation des § 16 Abs 7 ÜbG. Davon abgesehen könnte die von der Bieterin gewünschte Rechtssicherheit ohnehin nicht erreicht werden, selbst wenn man die Aufnahme eines konkreten Referenzwerts in die Angebotsunterlage für zulässig hielte. Aktionäre der Zielgesellschaft wären auch in diesem Fall jedenfalls nicht gehindert, mögliche Anfechtungsklagen bei den ordentlichen Gerichten mit der Behauptung einzubringen, die Bieterin habe gegen Preisbildungsvorschriften verstoßen und wäre daher nicht zur Ausübung ihrer Stimmrechte berechtigt gewesen. Ist die Bieterin an „vollkommener“ Rechtssicherheit interessiert, bleibt ihr nur der Ausweg, den kritischen Zeitraum von neun Monaten abzuwarten und allfällige Nacherwerbe erst danach abzuschließen.

Was zuletzt den Verweis der Bieterin auf die Rechtssache Bank Austria Creditanstalt AG (GZ: 2005/1/4 [BA-CA]) betrifft, ist zuzugestehen, dass die Übernahmekommission dort tatsächlich eine Angebotsunterlage nicht beanstandet hat, in der ebenfalls eine Durchschnittsbetrachtung ab Veröffentlichung der Angebotsabsicht für die Festlegung des Referenzwerts für Nacherwerbe gewählt wurde. Allerdings stand damals noch das ÜbG 1999 in Kraft. § 16 Abs 7 ÜbG idGF wurde erst durch

das ÜBRÄG 2006 eingeführt und trat demnach erst im Frühjahr 2006 in Kraft. Zum Zeitpunkt des BA-CA-Verfahrens entsprach die Aufnahme von Nachzahlungsgarantien zwar der gängigen Praxis, die auch auf dem Markt im Wesentlichen anerkannt war (vgl ErläutRV 1276 BlgNR 20. GP 9 f [zu § 16 Abs 7 ÜbG]). Gesetzliche Vorgaben, die aufgrund des verfassungsrechtlichen Legalitätsprinzips verbindlicher Maßstab für die Übernahmekommission bei der Ausgestaltung solcher Klauseln sind, gab es aber noch nicht. Die neue Rechtslage führt nach dem bisher Gesagten dazu, dass bei der Festlegung des Referenzwerts von einer Durchschnittsbetrachtung abzusehen ist.

#### **4.2.4 Ergebnis**

Für die Festlegung des Werts der Gegenleistung iSd § 16 Abs 7 ÜbG ist bei reinen Tauschangeboten auf den **Börsenkurs** zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Angebotsunterlage abzustellen, wenn die Gegenleistung in Aktien besteht. Eine Durchschnittsbetrachtung nach (volumengewichteten) Durchschnittskursen berechnet ab der Veröffentlichung der Angebotsabsicht kommt dagegen nicht in Betracht. Dem stehen sowohl Wortlaut des § 16 Abs 7 ÜbG als auch eine schutzzweckbezogene Interpretation dieser Vorschrift entgegen.

Es war daher spruchgemäß zu entscheiden: Die Angebotsunterlage der Bieterin ist nicht gesetzmäßig. Daraus folgt weiters, dass die Veröffentlichung der Angebotsunterlage gemäß § 10 Abs 3 ÜbG endgültig untersagt wird.

### **5 Rechtsmittelbelehrung**

Gegen diesen Bescheid kann Rekurs an den Obersten Gerichtshof gemäß § 30a ÜbG erhoben werden. Dieser ist binnen einer Frist von vierzehn Tagen ab Zustellung dieses Bescheids bei der Übernahmekommission einzubringen. Der elektronische Rechtsverkehr der Justiz (ERV) kann dabei nicht genutzt werden.

Wien, am 22.3.2016

Univ.-Prof. Dr. Josef Aicher  
(Vorsitzender des 2. Senats)