



Übernahmekommission
Austrian Takeover Commission

Seilergasse 8/3, 1010 Wien
Tel: +43 1 532 2830 – 613
Fax: + 43 1 532 2830 – 650
E-Mail: uebkom@wienerbourse.at
www.takeover.at

An

(zustellbevollmächtigt)

Redaktionell überarbeitet

Hinweis: Bis auf das Umtauschverhältnis wurden die Werte in der veröffentlichten Version geändert!

GZ 2010/1/4– 10

Der 1. Senat der Übernahmekommission gibt unter dem Vorsitz von Univ.-Prof. Dr. Martin Winner, im Beisein der Mitglieder Dr. Ursula Fabian (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 2 ÜbG), Univ.-Prof. Dr. Hanspeter Hanreich (Ersatzmitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 3 ÜbG) und Mag. Heinz Leitsmüller (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 4 ÜbG) auf Antrag von A AG betreffend die Frage, ob die Beendigung der Notierung der Zielgesellschaft im Wege einer Verschmelzung der übertragenden B AG auf die übernehmende A AG zum Verschmelzungstichtag 31. Dezember 2009 durchgeführt werden kann, ohne dass hierdurch eine Nachzahlung an die Aktionäre der Zielgesellschaft ausgelöst wird, folgende

Stellungnahme

ab:

Unter den, dem Antrag zugrunde gelegten Rahmenbedingungen löst die Verschmelzung der übertragenden B AG auf die übernehmende A AG auf Basis der Nettoaktivvermögen beider Gesellschaften keine Nachzahlungspflicht an jene Aktionäre der B AG aus, die das freiwillige öffentliche Angebot der A AG angenommen haben.

1. Antragstellung, Parteivorbringen und zugrunde gelegter Sachverhalt

1.1. Antragstellung

Mit Schriftsatz vom 4. Juni 2010 beantragte A AG („Bieterin“) die Übernahmekommission („ÜbK“) möge gem § 29 ÜbG eine Stellungnahme dazu abgeben, ob die Beendigung der Notierung der B AG („Zielgesellschaft“) im Wege einer Verschmelzung der übertragenden B AG auf die übernehmende A AG zum Verschmelzungstichtag 31. Dezember 2009 durchgeführt werden kann, ohne dass hierdurch eine Nachzahlung an die Aktionäre der Zielgesellschaft ausgelöst wird.

1.2. Parteivorbringen

A AG legte in ihrem Antrag vom 4. Juni 2010 dar, dass die Bestimmungen über die Nachzahlungsgarantie auf die von der Bieterin erwogene Verschmelzung nicht anwendbar seien und aufgrund der im Zeitpunkt der Abwicklung des Angebots vorherrschenden Wert-/Kursrelationen bei den verschmelzungsbeteiligten Gesellschaften auch faktisch ausgeschlossen werden könne, dass es aus Anlass der Verschmelzung zu einer Besserstellung der in der Zielgesellschaft verbliebenen Aktionären komme.

Der Gesetzgeber habe sicherstellen wollen, dass Strukturbereinigungsmaßnahmen nach einem Übernahmeverfahren rasch durchgeführt werden können und daher in § 16 Abs 7 ÜbG Ausnahmen von der Nachzahlungsgarantie vorgesehen. Die Ausnahme im Fall der Durchführung eines Gesellschafterausschlusses stelle nur einen Anwendungsfall für derartige Strukturbereinigungsmaßnahmen dar, sodass auch andere Formen der Strukturbereinigung möglich sein müssten, ohne dass dies für den Bieter im Fall der Gewährung einer höheren Gegenleistung als im Angebot mit einer Nachzahlung verbunden sei. Die Bieterin könne auch bei einer Verschmelzung – so wie beim Gesellschafterausschluss – das Umtauschverhältnis und somit die Gegenleistung nicht frei festsetzen, sondern sei zwingenden Regelungen unterworfen. Die Gegenleistung unterliege zudem einer sachverständigen Kontrolle durch einen gerichtlich bestellten Verschmelzungsprüfer. Schließlich gebe es die Möglichkeit einer gerichtlichen Nachprüfung.

Der Gesetzgeber habe den mit dem Gesellschafterausschluss vergleichbaren Fall der strukturbereinigenden Verschmelzung nicht gesehen. Es handle sich um eine Gesetzeslücke, die im Wege der Analogie zu schließen sei.

Selbst wenn ein Verschmelzungsvorgang keine Ausnahme von der Nachzahlungsgarantie gem § 16 Abs 7 ÜbG darstelle, würde es bei der geplanten Verschmelzung zu keiner Besserstellung gegenüber jenen Aktionären kommen, die das Angebot angenommen haben, da das Umtauschverhältnis auf Basis der Nettoaktivvermögen („NAV“) beider Gesellschaften festgelegt werde und die verbliebenen Streubesitzaktionäre der B AG abstrakt denselben Unternehmenswert halten werden, den sie bereits zuvor inne hatten. Der innere Wert der von den Aktionären nach der Verschmelzung gehaltenen Aktien an der Bieterin wäre vor und nach der Verschmelzung gleich.

Zukünftige, kurzfristige Schwankungen des Börsenkurses der A AG seien für die Frage der Bewertung der Gegenleistung und somit für die Frage, ob steigende Aktienkurse der Bieterin nach Eintragung der Verschmelzung die Nachzahlungsgarantie auslösen würden, irrelevant. Denn bei wirtschaftlicher Betrachtung sei den Angebotsadressaten de facto ein alternatives Tauschangebot unterbreitet worden. Sie hätten aufgrund ausreichender Marktliquidität für den erhaltenen Angebotspreis Aktien an der Bieterin am Markt erwerben und somit ebenfalls an zukünftigen Kursveränderungen partizipieren können.

Eine gegenteilige Auffassung würde zu dem paradoxen Ergebnis führen, dass auch jene Aktionäre eine Nachzahlung erhalten würden, die nach Annahme des Angebots tatsächlich in Aktien der Bieterin investiert haben. Sie würden daher doppelt profitieren (Kurssteigerung der A AG Aktien und Nachzahlung aus dem freiwilligen öffentlichen Angebot), was weder sachlich gerechtfertigt noch im Sinne der Gleichbehandlung geboten sei.

Schließlich müsste der Bieter, wenn er nicht durch die Verschmelzung eine Nachzahlung auslösen will, mit der Umsetzung der Strukturbereinigung bis zum Auslaufen der Nachzahlungsgarantie warten. Damit wäre weder den Angebotsadressaten noch den in der Zielgesellschaft verbliebenen Aktionären, die bis zur Durchführung nun Anteile an einer Gesellschaft mit niedriger Liquidität halten müssten, geholfen.

1.3. Sachverhalt

B AG, eingetragen unter FN ##, ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in ##, deren Aktien zum Amtlichen Handel der Wiener Börse zugelassen sind und im Marktsegment ## notiert werden. Das Grundkapital beträgt EUR ##,- und ist in ## nennwertlose Stückaktien zerlegt.

A AG, eingetragen unter FN ##, ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in der ##, deren Aktien zum Amtlichen Handel der Wiener Börse zugelassen sind und im Marktsegment ## notiert werden. Das Grundkapital beträgt EUR ## und ist in ## Stück nennwertlose Stückaktien zerlegt.

A AG hatte ein freiwilliges öffentliches Angebot gem § 4 ff ÜbG an die Streubesitzaktionäre der B AG veröffentlicht. Der Angebotspreis betrug EUR 8,06¹,- pro Angebotsaktie. Die Prämie auf Basis der nach Handelsvolumina gewichteten Durchschnittskurse der letzten 1, 3, 6 und 12 Monate vor Bekanntmachung der Angebotsabsicht betrug ##% (1M), ##% (3M), ##% (6M) und ##% (12M).

Das Übernahmeangebot konnte vom ## 2010 bis zum ## 2010 angenommen werden. Das Angebot wurde in der Annahmefrist für insgesamt ## B AG Aktien im Gegenwert von EUR ## Mio angenommen. Dies entspricht einem Anteil von rund ##% am gesamten Grundkapital der B AG. Weitere ## Aktien wurden während der Angebotsfrist von der A AG über die Börse erworben (Durchschnittspreis EUR ##,- je Aktie). Unter Berücksichtigung der bereits vor dem Angebot gehaltenen Beteiligung iHv ##% verfügte A AG am Ende der Annahmefrist über mehr als 90% des gesamten Grundkapitals der B AG. Für alle Aktionäre der Zielgesellschaft, die das Übernahmeangebot bis zum ## 2010 nicht angenommen hatten, verlängerte sich daher die Annahmefrist des freiwilligen öffentlichen Angebots gem § 19 Abs 3 ÜbG um drei Monate, sodass die Nachfrist am ## 2010 endet. Die gesetzliche Frist für die Nachzahlungspflicht gem § 16 Abs 7 ÜbG endet am ## 2011.

In der Angebotsunterlage wies die Bieterin darauf hin, dass sie eine Beendigung der selbständigen Börsennotierung der Zielgesellschaft anstrebe. Abhängig von der Annahmequote und den rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nach Durchführung des Angebotsverfahrens solle dies entweder im Wege eines Squeeze-out nach den Bestimmungen des Gesellschafter-Ausschlussgesetzes oder durch andere gesellschaftsrechtliche Möglichkeiten, wie etwa die Verschmelzung der Zielgesellschaft mit der Bieterin, herbeigeführt werden.

Die beabsichtigte Verschmelzung der beiden Gesellschaften soll innerhalb der für A AG geltenden Nachzahlungsgarantie – somit **vor** dem ## 2011 – unter folgenden Prämissen erfolgen: Für die Berechnung des Umtauschverhältnisses sollen die NAV der beiden Gesellschaften zum 30. Juni 2010 herangezogen werden. Der NAV zum 31. März 2010 der B AG betrug EUR 11,42²,- je Aktie, jener der A AG EUR 21,78³,- je Aktie. Eine wesentliche

¹ Wert in der veröffentlichten Version geändert!

² Wert in der veröffentlichten Version geändert!

³ Wert in der veröffentlichten Version geändert!

Änderung dieser Werte bis zum 30. Juni 2010 ist nach den Angaben der Antragstellerin nicht zu erwarten. Hieraus ergibt sich ein Umtauschverhältnis A AG zu B AG von 0,524:1. Das Umtauschverhältnis auf Basis der Börsenkurse zum ## 2010 (Schlusskurs A AG: EUR 11,27⁴,-; Schlusskurs B AG: EUR 8,02⁵,-) würde ein Verhältnis A AG zu B AG von 0,712:1 ergeben. Wird die Verschmelzung auf Basis NAV durchgeführt, ergibt sich unter der Annahme steigender Aktienkurse bei A AG nach Eintragung der Verschmelzung folgendes Szenario:

*	Kurs	NAV	UTV Basis Kurs	UTV Basis NAV	Börsenswert d. Gegenleistung aus dem ÜbnA	Anteil am NAV bei Erwerb von A AG Aktien am ## 2010 – Kurs A AG: 11,27 mit EUR 8060,- aus dem Angebot	Börsenswert d. Gegenleistung Basis NAV nach Verschmelzung	Anteil NAV B AG
A AG	11,27	21,78	0,715	0,524	8.060,00	15.579,12	(5.908,45)	11.420,40
B AG	8,06	11,42						
A AG Kurs nach Eintragung der Verschmelzung auf Basis NAV	10,4						5.459,95	
	10,54						5.524,95	
	11,16						5.849,94	
	12,40						6.499,94	
	14,88						7.799,93	
	15,37						8.059,92	
	16,12						8.449,93	
	19,84						10.399,90	
21,78						11.420,40		

*Berechnungsbasis sind 1.000 Stück B AG Aktien.

[Bis auf das Umtauschverhältnis wurden die Werte in der veröffentlichten Version geändert!]

Berechnungsbasis 1.000 Stück B AG Aktien: Bei einem Umtauschverhältnis A AG zu B AG von 0,524:1 auf Basis NAV beträgt der anteilige Unternehmenswert aus Sicht der verbliebenen Aktionäre der B AG vor und nach der Verschmelzung nicht mehr als EUR 11.420,40,- (NAV der B AG vor Verschmelzung: 1.000 x € 11,42,- = € 11.420,40,-; NAV der erhaltenen A AG Aktien: 1.000 x 0,524 x € 21,78,- = € 11.416,70,-). Aktionäre, die das Angebot angenommen haben und (theoretisch) innerhalb der letzten drei Monate Aktien der Bieterin erworben haben, hätten selbst beim Kauf zum A AG Höchstkurs (im ## 2010) von EUR 12,10,- zumindest einen anteiligen NAV von EUR 14.509,24,- erwerben können (1.000 x [€ 8,06,- / € 12,10,-] x € 21,78,-).

⁴ Wert in der veröffentlichten Version geändert!

⁵ Wert in der veröffentlichten Version geändert!

Erfolgt die Verschmelzung auf NAV Basis, würde unter der Annahme eines A AG Börsenkurses von ~ EUR 11,16,- (Kurs zum ## 2010) im Zeitpunkt der Eintragung der Verschmelzung der Börsenwert der Gegenleistung aus den Tauschaktien (B AG Aktien gegen A AG Aktien) ~ EUR 5.907,36,- betragen ($1.000 \times 0,524 \times \text{€ } 11,16,- = \text{€ } 5.907,36,-$). Die Gegenleistung aus dem Übernahmeangebot betrug EUR 8.060,- ($1.000 \times \text{€ } 8,06,- = \text{€ } 8.060,-$). Steigt der Börsenkurs der A AG nach Eintragung der Verschmelzung bis zum ## 2011 (Ende der Nachzahlungsgarantie) auf über EUR 15,37,-, würde der Börsenwert der Tauschaktien mehr als EUR 8.060,- betragen ($1.000 \times 0,524 \times \text{€ } 15,38,- = \text{€ } 8.063,72,-$).

Der Kursverlauf der A AG innerhalb der letzten drei Monate stellt sich wie folgt dar:

##

Das börsliche Gesamthandelsvolumen bei A AG betrug im Zeitraum ##2010 bis ## 2010 mehr als EUR 100 Mio. Der gesamte Stückumsatz innerhalb dieses Zeitraumes betrug mehr als 10 Mio Stück Aktien.

2. Rechtliche Beurteilung

§ 16 Abs 7 ÜbG normiert eine Nachzahlungspflicht des Bieters, wenn innerhalb von neun Monaten nach Ablauf der (verlängerten) Annahmefrist Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft zu einer höheren Gegenleistung als die im Angebot für diese Beteiligungspapiere angebotene Gegenleistung gewährt oder vereinbart werden. Die Nachzahlungspflicht wurde durch das Übernahmerechtsänderungsgesetz 2006 („ÜbRÄG 2006“) gesetzlich verankert, entsprach jedoch schon zuvor der Praxis der ÜbK (ErlRV 1334 BlgNR 22. GP 13, *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht² Rz 72, *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht I § 23 Rz 47). Zweck der Regelung ist es, eine Ungleichbehandlung der Beteiligungspapierinhaber auch nach dem Ablauf der Annahmefrist zu verhindern, sodass bei der Preisfestlegung neben Vor- und Parallelerwerben auch spätere Erwerbe zu berücksichtigen sind (ErlRV 1334 BlgNR 22. GP 13). Ausgenommen von der Nachzahlungspflicht sind gem § 16 Abs 7 ÜbG die Ausübung eines gesetzlichen Bezugsrechts im Rahmen einer Kapitalerhöhung der Zielgesellschaft sowie die höhere Gegenleistung im Zuge eines Verfahrens nach dem GesAusG. Die Verschmelzung ist vom Wortlaut des Gesetzes nicht erfasst.

Es ist daher primär zu beurteilen, ob – sollte die Verschmelzung bis zum ## 2011 durchgeführt werden – die vom Bieter gewährten A AG Tauschaktien eine höhere Gegenleistung darstellen. Dies ist aus den folgenden Überlegungen nicht anzunehmen:

Für die Berechnung des Umtauschverhältnisses sollen die Nettoaktivvermögen der beiden Gesellschaften herangezogen werden. Der NAV der B AG beträgt EUR 11,42,- je Aktie, der NAV der A AG beträgt EUR 21,78,- je Aktie. Hieraus ergibt sich ein Umtauschverhältnis A AG zu B AG von 0,524:1. Bei einer Berechnungsbasis von 1.000 Stück B AG Aktien beträgt der anteilige Unternehmenswert aus Sicht der verbliebenen Aktionäre der B AG vor und nach der Verschmelzung nicht mehr als EUR 11.420,40,-.

Es lässt sich daher feststellen, dass – unter Berücksichtigung der Nettoaktivvermögen – der bloße Tausch von B AG Aktien in A AG Aktien grundsätzlich zu keiner höheren Gegenleistung führt. Vielmehr konnten jene Aktionäre, die das Angebot angenommen und in Aktien der Bieterin reinvestiert haben, aufgrund der deutlich höheren Wert/Kursabschläge bei A AG (€ 21,78,- zu € 11,99,-) im Vergleich zur Zielgesellschaft (€ 11,42,- zu € 8,06,-) innerhalb der letzten drei Monate einen höheren anteiligen NAV – nämlich mindestens EUR 14.509,24,- – an der Bieterin erwerben. Aufgrund der hohen Liquidität der an der Wiener Börse im Segment ## gehandelten Aktien der Bieterin (Gesamthandelsvolumen im Zeitraum von ## 2010 bis ## 2010 von über EUR 100 Mio bei einem Stückumsatz von über 10 Mio Stück Aktien; Annahmequote: ## B AG Aktien im Gegenwert von EUR ## Mio) wäre ein de facto Tausch durch Annahme des freiwilligen öffentlichen Angebots bei gleichzeitigem Reinvestment der erhaltenen Kaufpreiszahlung in Aktien der A AG jederzeit ohne maßgebliche Kursbeeinflussung möglich gewesen. Bei wirtschaftlicher Betrachtung hatten die Angebotsadressaten de facto eine deutliche bessere Tauschalternative, die sie aufgrund ausreichender Marktliquidität auch nutzen konnten. Die Vorschaltung eines, im Vergleich zur Verschmelzung der beiden Gesellschaften, attraktiveren Barangebots wurde gerade vor diesem Hintergrund von der Bieterin bewusst forciert.

Freilich ist aus Sicht des 1. Senats bei Beurteilung einer Gegenleistung ein allfälliger Börsenkurs nicht unberücksichtigt zu lassen. Unter der Annahme eines A AG Börsenkurses von ~ EUR 11,16,- im Zeitpunkt der Eintragung der Verschmelzung würde der Börsenwert der Gegenleistung aus den Tauschaktien ~ EUR 5.907,36,- betragen. Die Gegenleistung aus dem Übernahmeangebot betrug hingegen EUR 8.060,- in Bar. Auch unter diesem Blickwinkel führt die Transaktion zu keiner Besserstellung der verbliebenen Streubesitzaktionäre der B AG. Im Gegenteil: Sie müssten, wollen sie nach der Verschmelzung nicht die erhaltenen A AG Aktien mit Verlust verkaufen, abwarten, bis sich die Wert/Kursdifferenz der A AG Aktien wieder schließt. Nur für den Fall, dass der Börsenkurs der A AG nach Eintragung der Verschmelzung bis zum ## 2011 auf über EUR 15,37,- steigt, würde die Gegenleistung auf Basis des

Börsekurses aus den Tauschaktien mehr als EUR 8.060,- betragen und damit über dem Angebotspreis liegen.

Der 1. Senat ist jedoch der Ansicht, dass ein solcher Kursanstieg im vorliegenden Fall auf Grund der Gesamtumstände keine Auswirkung hat und die Nachzahlungspflicht nicht auslösen würde. Das attraktive Barangebot in Kombination mit einer – bei wirtschaftlicher Betrachtung – alternativen, deutlich besseren Tauschalternative gleicht allfällige kurzfristige Kurssteigerungen der A AG jedenfalls aus. Steigt der Börsenkurs der A AG daher bis zum ## 2011 auf über EUR 15,37,-, löst dies keine Nachzahlungspflicht aus.

Da die Gegenleistung bei der beabsichtigten Verschmelzung den Angebotspreis ohnehin nicht übersteigt und im vorliegenden Fall keine Nachzahlungspflicht ausgelöst wird, muss die Frage, ob in § 16 Abs 7 ÜbG in Hinblick auf Verschmelzungen eine Gesetzeslücke besteht, die im Wege der Analogie zu schließen ist, nicht beantwortet werden.

Abschließend weist der 1. Senat darauf hin, dass seine Stellungnahmen gem § 29 Abs 1 ÜbG keine rechtliche Bindungswirkung entfalten. Darüber hinaus verweist der Senat auf den Umstand, dass er bei der vorliegenden Stellungnahme von der Richtigkeit und Vollständigkeit der von den Antragstellern vorgelegten Informationen ausgegangen ist und das Umtauschverhältnis auf NAV Basis in etwa jenem zum 31. März 2010 entspricht.

Wien, am 18.6.2010

Univ.-Prof. Dr. Martin Winner
Für den 1. Senat der Übernahmekommission