



## **Übernahmekommission gem. Übernahmegesetz 1998**

p.A. Wiener Börse AG  
1014 Wien, Postfach 192  
Tel +43 1 532 28 30 – 613  
Fax +43 1 532 28 30 – 650  
E-Mail: uebkorn@wienerbourse.at

GZ 2004/3/13-178

Der 3. Senat der Übernahmekommission gibt unter dem Vorsitz von Univ.-Prof. Dr. Peter Doralt im Beisein der Mitglieder Vizepräsidentin des OGH Dr. Birgit Langer (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 2 ÜbG), Univ.-Doz. Dr. Hanspeter Hanreich (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 3 ÜbG) und Dr. Sieglinde Gahleitner (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 4 ÜbG) zum gemäß § 22 Abs 11 ÜbG veröffentlichten Angebot der Siemens AG Österreich gerichtet auf den Erwerb von Beteiligungspapieren der VA Technologie AG sowie zur Äußerung des Vorstands der VA Technologie AG hiezu vom 17. Dezember 2004 folgende

### **Stellungnahme**

zur Berechnung der Mindestannahmequote gemäß § 22 Abs 11 ÜbG bei Vorliegen eines Höchststimmrechtes ab:

**Zur Erfüllung der in § 22 Abs 11 ÜbG vorgesehenen gesetzlichen Bedingung genügen 50 % der ständig stimmberechtigten Aktien (Stammaktien) plus eine Aktie, unabhängig davon, ob die derzeit bei der VA Technologie AG vorgesehene Höchststimmrechtsregelung durch Satzungsänderung aufgehoben wird.**

### **Begründung**

#### **1. Sachverhalt**

Am 18. November 2004 wurde der Übernahmekommission von der Siemens AG Österreich („Siemens“) ein freiwilliges Übernahmeangebot gerichtet auf den Erwerb von Beteiligungspapieren der VA Technologie AG („VA Tech“) zur Prüfung angezeigt.

Dieses Angebot wurde am 10. Dezember 2004 veröffentlicht, die Äußerung des Vorstands der Zielgesellschaft am 17. Dezember 2004. Aus diesen Unterlagen ergaben sich unterschiedliche Rechtsauffassungen zu der Rechtsfrage, wie hoch die gesetzlich vorgeschriebene Mindestannahmequote im konkreten Falls sein muss, dass heißt, über wie viele Aktien Siemens am Ende der Annahmefrist verfügen muss, damit das Angebot erfolgreich ist.

Die Angebotsunterlage der Zielgesellschaft enthält zu der gegenständlichen Frage die folgenden Ausführungen:

Bedingungen [Kurzversion]:

- (a) *Siemens verfügt nach Ablauf der Allgemeinen Annahmefrist (wie in 2.5 definiert) über mehr als 50% der auf die ständig stimmberechtigten Aktionäre entfallenden Stimmrechte (gesetzliche Bedingung).*

.....

2.3 Bedingungen, Rücktrittsvorbehalte [Langversion]:

- (1) *Das Angebot unterliegt der gesetzlich in § 22 Abs 11 ÜbG vorgesehenen aufschiebenden Bedingung, dass der Bieter und mit diesem gemeinsam vorgehende Rechtsträger nach Ablauf der Allgemeinen Annahmefrist (wie in 2.5 definiert) über mehr als 50% der auf die ständig stimmberechtigten Aktionäre entfallenden Stimmrechte verfügen. Unter Einrechnung der Siemens-Aktien (2.519.456 Stück VA TECH-Aktien) muss Siemens nach Ablauf der Allgemeinen Annahmefrist über mindestens 7.659.521 Stück VA TECH-Aktien verfügen. Für den Fall, dass aufgrund der Ausübung von Optionen aus einem bereits bestehenden VA TECH Aktienoptionsplan bis zum Ablauf der Allgemeinen Annahmefrist sog. Bezugsaktien aus dem bedingten Kapital an aus diesem Aktienoptionsplan Berechtigte ausgegeben werden sollten, erhöht sich die Annahmeschwelle insgesamt im Ausmaß der Hälfte dieser ausgegebenen Aktien und eine weitere Aktie.“*

Die Äußerung des Vorstands der Zielgesellschaft zu dieser Bedingung lautet im Wesentlichen:

„2.3.2.1 Erlangung der Mehrheit der Stimmrechte - Bedingung (1)

a) *Anzahl der ausgegebenen Aktien*

*Das Grundkapital der Gesellschaft ist im Firmenbuch mit EUR 111.369.420,80 eingetragen. Dieses ist zerlegt in 15.319.040 Stück Aktien ohne Nennbetrag (Stückaktien). Die vorgenannte Zahl der Stückaktien ist in § 4 Abs 1 der Satzung der VA TECH, Fassung gemäß Beschluss der Hauptversammlung vom 21.09.2004, festgehalten. Von dieser Zahl der Stückaktien berechnet Siemens offenkundig das Mehrheitserfordernis, weil Siemens im Übernahmeangebot unter 2.3 (1) dieses Erfordernis mit 7.659.521 Stückaktien beziffert.*

*Am 06.12.2004 wurden aufgrund des Aktienoptionsplans 2002 weitere 22.820 Stück Bezugsaktien ausgegeben. Zurzeit hat die Gesellschaft somit insgesamt 15.341.860 Stückaktien ausgegeben. Das insoweit erhöhte Grundkapital ist zum Zeitpunkt dieser Äußerung im Firmenbuch noch nicht eingetragen. Das Übernahmeangebot bezieht sich auch auf diese Bezugsaktien.*

b) *Anzahl der zu erreichenden Stimmrechte bei Aufhebung des Höchststimmrechtes*

*Sollte das Höchststimmrecht durch Satzungsänderung entsprechend der Bedingung (3) gemäß 2.3 des Übernahmeangebots fristgerecht aufgehoben werden (siehe unten c), ist die Bedingung (1) gem 2.3 des Übernahmeangebots (übereinstimmend mit der gesetzlichen Bedingung gem § 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG) erfüllt, wenn Siemens nach Ablauf der Allgemeinen Annahmefrist (gemäß 2.5 des Übernahmeangebots) über mindestens 50 % der ausgegebenen Aktien + 1 Aktie – somit mindestens über 7.670.931 Aktien an VA TECH (Stückaktien) – verfügt.*

c) *Anzahl der erforderlichen Stimmrechte ohne Aufhebung des satzungsmäßigen Höchststimmrechtes*

*Sollte die satzungsmäßige Höchststimmrechtsregelung – etwa bei Verfehlung der  $\frac{3}{4}$ -Kapitalmehrheit in der Hauptversammlung – nicht aufgehoben werden, bleibt das Übernahmeangebot dennoch aufrecht, wenn Siemens fristgerecht auf die Bedingung (3) verzichtet (dazu unten 2.3.2.3). Die in diesem Fall aufrecht bleibende Höchststimmrechtsregelung hat nach Ansicht der Rechtsberater des*

*VA TECH Vorstands aber Einfluss auf die Erfüllung der Bedingung (1) gemäß 2.3 des Übernahmeangebots (§ 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG):*

*Aufgrund von § 19 Abs 1 Satz 2 der VA TECH-Satzung ist das Stimmrecht jedes Aktionärs in der Hauptversammlung mit 25 % der ausgegebenen Aktien beschränkt. Aufgrund der Bedingung (1) bzw § 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG muss Siemens nach Ablauf der Allgemeinen Annahmefrist „über mehr als 50 % der auf die ständig stimmberechtigten Aktionäre entfallenden Stimmrechte ... verfügen“. Selbst wenn Siemens mehr als 50 % der VA TECH-Aktien erwirbt, verfügt Siemens dadurch nur über Stimmrechte im Ausmaß von 25 % der ausgegebenen Aktien.*

*Um „über mehr als 50 % der auf die ständig stimmberechtigten Aktionäre entfallenden Stimmrechte (zu) verfügen“, muss Siemens so viele Aktien erwerben, dass die übrigen stimmberechtigten Aktionäre über weniger Stimmrechte als Siemens, somit über weniger als 25 % der ausgegebenen Aktien verfügen. Somit ist die vorgenannte Bedingung nur erfüllt, wenn Siemens nach Ablauf der Allgemeinen Annahmefrist über mindestens 75 % der ausgegebenen Aktien + 1 Aktie verfügt.*

*Ausgehend von der gegenwärtigen Gesamtzahl ausgegebener Aktien von 15.341.860 muss Siemens, wenn das Höchststimmrecht nicht entsprechend der Bedingung (1) aufgehoben wird und das Übernahmeangebot infolge Verzichts von Siemens auf die Bedingung (3) aufrecht bleibt, somit nach Ablauf der Allgemeinen Annahmefrist über mindestens 11.506.396 VA TECH-Aktien verfügen. Andernfalls ist das Übernahmeangebot infolge Nichteintritts der Bedingung (1) und der gesetzlichen Bedingung gemäß § 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG unwirksam, weil Siemens nicht über die Mehrheit der Stimmrechte verfügt.*

*Die vorstehende Rechtsauffassung beruht auf eingehender Prüfung der Rechtsberater des VA TECH-Vorstands. Im Fall von Meinungsunterschieden, die im Zusammenhang mit der Erfüllung der Bedingung (1) und/oder der gesetzlichen Bedingung gemäß § 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG hinsichtlich der für den Erfolg des Übernahmeangebots zu erreichenden Anzahl der Annahmeerklärungen entstehen könnten, entscheidet die Übernahmekommission. Es ist nicht auszuschließen, dass die Übernahmekommission eine andere Rechtsauffassung vertritt.*

*Die Aufhebung des Höchststimmrechts erleichtert - wie oben ausgeführt - das Erreichen der Stimmrechtsmehrheit und damit den Erfolg des Übernahmeangebots.“*

Am 20. Dezember 2004 hat der Senat den Bieter und die Zielgesellschaft aufgefordert, der Kommission bis 22. Dezember 2004 ihre Rechtsauffassung darzustellen. Ebenso wurden Aktionäre eingeladen, ihre Rechtsauffassung der Kommission bekannt zu geben. Die Übernahmekommission erklärte damals, die Rechtsfrage so bald als möglich in einer Stellungnahme klären zu wollen. Die Übernahmekommission erhielt Stellungnahmen bzw. Gutachten vom Bieter, der Zielgesellschaft und der ÖIAG (in ihrer Eigenschaft als Aktionär).

Am 22. Dezember 2004 wurde zunächst dem Bieter und der Zielgesellschaft Gelegenheit zur mündlichen Darstellung ihrer Argumente und zur Diskussion mit dem Senat gegeben. Die Unterschiede in den Rechtsauffassungen des Bieters und der Zielgesellschaft betreffen die Auslegung des § 22 Abs 11 ÜbG im Zusammenhang mit dem in der Satzung der VA Tech enthaltenen Höchststimmrecht.

Der Bieter ist der Auffassung, dass die in § 22 Abs 11 ÜbG vorgesehene Mindestannahmequote von 50 % von der Summe aller Stimmrechtsaktien zu berechnen ist, daher sei die Frage des Höchststimmrechtes für die Berechnung der Mindestannahmequote irrelevant.

Hingegen ist die Zielgesellschaft der Auffassung, dass die Mindestannahmequote gemäß § 22 Abs 11 ÜbG bei satzungsmäßiger Höchststimmrechtsregelung unter Bedachtnahme auf diese Stimmkraftbeschränkung zu berechnen ist und dass daher der Bieter so viele Aktien erwerben muss, dass er trotz der ihn nach Erwerb treffenden Stimmkraftbeschränkung mehr als 50 % aller Stimmrechte hält. Nach Auffassung der Zielgesellschaft ist daher bei Ermittlung des 50 %-Schwellenwertes in § 22 Abs 11 ÜbG nicht einfach auf die dem Bieter bei Ende der Annahmefrist zustehenden Stimmrechtsaktien abzustellen (also auf die ihm abstrakt – unter Auslassung der Höchststimmrechtsregel – zustehenden Stimmrechte), sondern auf die effektive Stimmkraft, wie sie sich unter Beachtung der satzungsmäßigen Stimmrechtsbeschränkung errechnet.

Zunächst vertrat die VA Tech den Standpunkt, dass eine rasche Klärung nicht notwendig sei, später, dass eine Stellungnahme der Übernahmekommission vor der Hauptversammlung (deren einziger Tagesordnungspunkt die Beschlussfassung über die Aufhebung der Satzungsbestimmungen betreffend das Höchststimmrecht ist) „zu Verwirrung und Unklarheit auf dem Kapitalmarkt führen würde“, zumal bei Aufhebung des Höchststimmrechtes die

Frage nicht aktuell würde. Für den Fall, dass die Übernahmekommission dennoch der Ansicht sein sollte, dass die Frage vor der Hauptversammlung der Klärung bedürfe, beantragte die VA Tech am 22. Dezember 2004 die Klärung „*in einem Verfahren mit Parteistellung, im Wege einer Entscheidung und unter Einhaltung der strengen Verfahrensgrundsätze, die nach der Judikatur des Verfassungsgerichtshofes ... in Verfahren vor Kollegialbehörden mit richterlichem Einschlag einzuhalten sind*“.

Für den Fall, dass der Senat bis zur Hauptversammlung keine Entscheidung bekannt geben sollte, hatte sich der Parteienvertreter der VA Tech in der mündlichen Verhandlung bereit erklärt, den Feststellungsantrag wieder zurückzuziehen.

## **2. Rechtsfragen**

### **2.1 Verfahrensrechtliche Fragen**

Der Senat konnte sich nach reiflicher Überlegung nicht der Meinung anschließen, dass als Folge der Erlassung einer Stellungnahme eine „*Verwirrung der Marktteilnehmer*“, die überwiegend institutionelle Anleger sind, zu befürchten ist. Nach dem Grundsatz der Raschheit des Verfahrens hielt er die kurzfristige Klärung der Rechtsfrage durch eine Stellungnahme für geboten (§ 3 Z 5, § 30 Abs 1 ÜbG). Es ist im Interesse der Marktteilnehmer wohl sinnvoll, ehest möglich – wenn auch ohne Rechtskraftwirkung – die bestehende Rechtsunsicherheit über die gesetzliche Mindestannahmequote im Fall des nicht ganz unwahrscheinlichen vorläufigen Fortbestands des Höchststimmrechts so weit möglich zu beseitigen. Dabei wurde bedacht, dass für die Wirksamkeit der Satzungsänderung in diesem Zusammenhang die Eintragung im Firmenbuch bei Ende der Annahmefrist erforderlich ist und ein allfälliger Verzicht von Siemens auf die gewillkürte Bedingung des Angebots keinen Einfluss auf die gesetzliche Bedingung der Mindestannahme hat. Selbst bei ordnungsgemäßer Beschlussfassung auf Beseitigung der Höchststimmrechtsregelung wird die Frage also zum Ende der Annahmefrist möglicherweise relevant sein. Im Übrigen schließt die jetzt vom Senat beschlossene Stellungnahme ein späteres förmliches Feststellungsverfahren gemäß § 33 ÜbG nicht aus.

Der Senat war trotz der gebotenen Eile bestrebt, eine breite Entscheidungsgrundlage zu finden und die Argumente aller Beteiligten zu berücksichtigen. Dies geschah durch die Einholung schriftlicher Stellungnahmen des Bieters und der Zielgesellschaft sowie durch die öffentlich bekannt gemachte Einladung an Aktionäre gegebenenfalls Stellungnahmen zu der Rechtsfrage abzugeben, weiters durch die unverzüglich nach Bekanntwerden der

Rechtsfrage durchgeführte Anhörung der Parteienvertreter und Gutachter und schließlich durch die Einholung der Sachverständigen-Beurteilung der beteiligten Investmentbanken (Financial Advisors) zu den allfälligen wirtschaftlichen Auswirkungen einer Stellungnahme auf das Verhalten der Marktteilnehmer.

## **2.2 Materielle rechtliche Frage: Höchststimmrecht und Übernahmerecht (§ 22 Abs 11 ÜbG)**

### **2.2.1 Bedeutung des Übernahmerechts für die Feststellung eines beherrschenden Einflusses**

Das Höchststimmrecht ist übernahmerechtlich zunächst für die Entscheidung der Kontrollerlangung relevant.

Hier fragt sich, welche Bedeutung es für die Feststellung eines beherrschenden Einflusses iS von § 22 Abs 2 ÜbG hat, wenn die Satzung ein Höchststimmrecht gemäß § 114 AktG vorsieht. Diese Frage wurde vom Gesetzgeber gesehen und insbesondere in § 22 Abs 5 Z 4 ÜbG berücksichtigt. Dort heißt es, dass für die Beurteilung der Frage, ob ein beherrschender Einfluss entstanden ist, unter anderem auf

*„4. Die Bestimmungen der Satzung“<sup>1</sup>*

Bedacht zu nehmen ist.

Die Materialien bestätigen ausdrücklich, dass mit diesem Hinweis auf die Satzung vor allem das Höchststimmrecht gemeint ist. Mit der Bedeutung des Höchststimmrechts für das Problem der Kontrollerlangung hatte sich daher konsequenterweise auch die 1. Übernahmeverordnung (insbesondere § 4) zu beschäftigen. § 4 sieht vor, dass die in §§ 2 f 1. ÜbV vorgesehenen Vermutungen eines beherrschenden Einflusses im konkreten Einzelfall durch eine Höchststimmrechtsregel widerlegt werden können, und dass dies wiederum anzunehmen ist, wenn der Bieter (in den letzten drei Hauptversammlungen mit den durch ihn ausübbareren Stimmrechten) keine Hauptversammlungsmehrheit erreicht hätte (siehe Details bei 2.2.2 b).

---

<sup>1</sup> Zu den Erläuterungen s Homepage der Übernahmekommission und *Huber/Löber*, ÜbG 136.

Aus den gesetzlichen Bestimmungen ist daher zunächst als wichtiges Ergebnis festzuhalten, dass das ÜbG die Weitergeltung von § 114 Abs 1 AktG mit seiner Regelung des Höchststimmrechtes als gegeben voraussetzt. An keiner Stelle des Gesetzes oder der Materialien ist eine bewusste Absicht des Gesetzgebers erkennbar, die bestehenden Regeln des Höchststimmrechts zu beseitigen.

Man kann freilich dahingestellt sein lassen, ob Widersprüche zwischen den Wertungen des Aktiengesetzes bei der Regelung des Höchststimmrechtes und den Wertungen des Übernahmerechtes bestehen und welche Folgen dies für die Auslegung des Übernahmegesetzes und des AktG bei Lösung von Problemen in Verbindung mit dem Höchststimmrecht hat (s dazu unten 2.2.2). Jedenfalls ist in diesem Zusammenhang darauf hinzuweisen, dass im deutschen Aktienrecht in § 134 Abs 1 dAktG vor einigen Jahren durch das KonTraG das Höchststimmrecht für börsennotierte Gesellschaften verboten wurde.

Weiters ist aus § 22 Abs 5 Z 4 ÜbG und aus § 4 der 1. ÜbV abzuleiten, dass bestehende Höchststimmrechtsregeln bei Feststellung der Beherrschung zu berücksichtigen sind. Es kommt dann grundsätzlich darauf an, ob die „Stimmrechte“ des Bieters auch „ausübbar“ sind, und ob er trotz der Beschränkung der Ausübbarkeit seiner Stimmrechte eine Hauptversammlungsmehrheit hat. Trotz einiger Unklarheiten im Detail<sup>2</sup> ist also klar, dass es für die Beurteilung der Frage, ob eine beherrschende Beteiligung vorliegt, letztlich auf die Ausübbarkeit von bestehenden Stimmrechten ankommt.

Terminologisch ist aber schon hier festzuhalten: Wenn das Gesetz im Zusammenhang mit Kontrollerlangung von den „auf ständig stimmberechtigte Aktien entfallenden Stimmrechten“ spricht (§ 22 Abs 5, § 23 Abs 1, § 27 Abs 1 ÜbG; vgl auch § 16 Abs 5 ÜbG), so wird damit nur der vorübergehend (eben nicht ständig) stimmberechtigte Vorzugsaktionär ausgeschlossen; dies deshalb, weil ein bloß vorübergehendes Stimmrecht (wie es dem Vorzugsaktionär bei mehr als zweijährigem Dividendenausfall zugestanden werden muss) grundsätzlich keinen beherrschenden Einfluss verschafft. Davon wird die Frage, ob ein an sich „ständig“ bestehendes Stimmrecht „ausübbar“ ist, auch terminologisch getrennt (vgl § 27 Abs 1 Z 1 ÜbG, § 4 der 1. ÜbV).

### **2.2.2 Mindestannahmequote bei freiwilligen Angeboten gemäß § 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG**

a) Die vorliegende Frage der Auslegung von § 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG trifft aber ein ganz anderes übernahmerechtliches Problem des Höchststimmrechts. Das kann man wegen der großen Ähnlichkeit der zur Definition von Schwellenwerten verwendeten Begriffe in § 22 Abs 5 und Abs 11 leicht übersehen. Die geregelten Probleme und die mit den Regeln verfolgten

---

<sup>2</sup> Hiezu *Huber/Löber*, ÜbG § 22 Rz 11; *Kalss/Zollner*, ÖBA 2001, 500 ff; *Zollner*, Kontrollwechsel und Kontrollerlangung im Übernahmerecht (2002) 57; *Jud/Zollner/Terlitz*, NZ 2002, 66 f; *Gall*, Die Angebotspflicht nach dem Übernahmegesetz (2003) 165 f und 186 ff.



Zwecke sind jedoch ganz verschieden und voneinander scharf zu trennen. Trotz der Verwendung gleicher bzw ähnlicher Begriffe in § 22 Abs 11 ÜbG wie in § 22 Abs 5 ÜbG sind vielmehr die ganz unterschiedlichen Zwecke der Regelungen im Auge zu behalten und bei der Auslegung zu berücksichtigen. Insbesondere darf die oben (unter 2.2.1) dargestellte teleologisch sinnvolle Einsicht, dass Kontrollerlangung trotz eines bestimmten Beteiligungsprozentsatzes nicht zustande kommt, wenn das durch die Beteiligung verschaffte „ständige Stimmrecht“ wegen einer Höchststimmrechtsregel nur teilweise „ausübbar“ ist, nicht mechanisch auf die Probleme des § 22 Abs 11 übertragen werden.

b) Die vom Senat zurückgewiesene Auffassung, dass bei Abs 11 Stimmkraftbeschränkungen aufgrund von Höchststimmregeln ähnlich (analog) wie bei Abs 5 zu berücksichtigen sind, nimmt darauf zu wenig Bedacht. Die Zwecke der Regelungen sind ganz verschieden, daher ist auch jede Analogie von der einen zur anderen Berechnungsregel nur mit größter Vorsicht vertretbar.

Das hat *Zollner*<sup>3</sup> richtig erkannt, wenn er die Grundsätze der Berechnung der Kontrollschwellen von §§ 1 ff der 1. Übernahmeverordnung (die für die Frage der Kontrollerlangung gelten) nur „prinzipiell“ für die Berechnung des Schwellenwertes in § 22 Abs 11 heranziehen will.

Die völlig unterschiedlichen Aufgaben und Zwecke der Schwellenwerte, welche in den verschiedenen Absätzen von § 22 ÜbG verfolgt werden, können sehr wohl Berechnungsunterschiede rechtfertigen.

Denn in den Bestimmungen des § 22 Abs 4 und 5 ÜbG soll der beherrschende Einfluss definiert werden. Wenn dort von kontrollierender Beteiligung und von einem „Hundertsatz, der auf die ständig stimmberechtigten Aktien entfallenden Stimmrechte“ die Rede ist, bei dessen Erreichen das Vorliegen einer kontrollierenden Beteiligung vermutet wird, so geht es dabei um die Entscheidung, ob eine kontrollierende Beteiligung vorliegt bzw vermutet wird und ob damit die Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebotes ausgelöst wird.

Das ist auch die Aufgabe der 1. ÜbV und der darin enthaltenen verschiedenen Formulierungen (s. oben 2.2.1). Bei diesen Schwellenwerten entspricht es dem Zweck, dass der durch Verordnung festzulegende Hundertsatz der auf die ständig stimmberechtigten Aktien entfallenden Stimmrechte, bei dessen Vorliegen ein beherrschender Effekt vermutet wird, in einem zweiten Schritt – genauer geregelt in § 4 der 1. ÜbV - dahingehend überprüft wird, ob Höchststimmrechtsregeln den Aktionär „in der Ausübung des Stimmrechtes [so] einschränken, dass bis zu einer Satzungsänderung ein beherrschender Einfluss nicht ausgeübt werden kann“. Deshalb spricht § 4 letzter Satz der 1. ÜbV auch von „ausübbaren Stimmrechten“.

---

<sup>3</sup> Kontrollwechsel und Kontrollerlangung im Übernahmengesetz (2002), 57 FN 195 und 196.

Hingegen verfolgt § 22 Abs 11 Satz 2 und die darin enthaltene Bestimmung eines Schwellenwertes von „50 vom Hundert der auf die ständig stimmberechtigten Aktionäre entfallenden Stimmrechte“ für die Mindestannahmequote einen völlig anderen Zweck.

Dieser Zweck wird in den Materialien genau erläutert. § 22 Abs 11 ÜbG soll nämlich eine Art Marktmechanismus erzwingen, der den Bieter dazu anhält einen angemessenen Preis zu bieten. Hier wäre es nun unangebracht, diesen Schwellenwert, der eine mindestens angebotene und verkaufte Menge von Stimmrechtsaktien gesetzlich definiert, je nach der damit nicht zusammenhängenden Begrenzung eines Höchststimmrechts automatisch zu korrigieren. Im Einzelnen ist auszuführen:

c) Zunächst knüpft zwar Abs 11 in seinem Tatbestand an die Kontrollerlangung im Sinne der vorangehenden Absätze an: Denn der Tatbestand des Abs 11 verlangt zunächst, dass das freiwillige öffentliche Angebot seinem Inhalt nach zur Kontrollerlangung geeignet sein muss. Die Regelung des Abs 11 bezieht sich tatbestandsmäßig auf solche freiwillige Angebote, nach welchen der Bieter „eine kontrollierende Beteiligung erlangen könnte“. Hier wird aber nur definiert, für welche Fälle § 22 Abs 11 ÜbG betreffend das freiwillige Übernahmeangebot gilt. In diesem Bereich der Auslegung des Abs 11 treffen die Darlegungen der Zielgesellschaft zu: Hier sind die Vorschriften der vorangehenden Absätze und der 1. ÜbV über den Begriff der Kontrollerlangung anwendbar. Damit Abs 11 anwendbar ist, muss gezeigt werden, dass der Bieter auch bei Aufrechterhaltung des Höchststimmrechts und damit der Beschränkung seiner Stimmenkraft auf 25 % vom Grundkapital die Beherrschung „erlangen könnte“<sup>4</sup>. Damit ist aber nichts über die Rechtsfolge und über den Zweck der Beteiligungsschwelle in Satz 2 ausgesagt. Im Wesentlichen enthält Abs 11 zwei Rechtsfolgen:

- Das freiwillige Übernahmeangebot muss (wie das Pflichtangebot) auf den Erwerb aller Aktien gerichtet werden. Der Gesetzgeber bringt dies etwas kryptisch und pauschal zum Ausdruck, indem er anordnet, dass die Bestimmungen „*dieses Teiles*“ (also der §§ 22 ff ÜbG über das Pflichtangebot, abgesehen von Abs 10 über die Unzulässigkeit von zusätzlichen Bedingungen) sinngemäß anzuwenden sind.
- Weiters verlangt der hier entscheidende zweite Satz als Rechtsbedingung für den Erfolg des freiwilligen Übernahmeangebots die Überschreitung eines Schwellenwertes von 50% „der auf die ständig stimmberechtigten Aktionäre entfallenden Stimmrechte“ mit Ablauf der Angebotsfrist.

Der Zweck der ersten Rechtsfolge ist es, durch die sinngemäße Anwendung der Pflichtangebotsregel auch beim freiwilligen Angebot die Gleichbehandlung aller Aktionäre zu sichern; ohne diese sinngemäße Anwendung derselben Regeln würde das Gesetz dem Bieter vor allem gestatten, – anders als beim Pflichtangebot – ein freiwilliges Teilangebot zu

---

<sup>4</sup> Die Regel könnte bei sehr niederen Höchststimmrechtsgrenzen zu Anwendungsproblemen führen, die hier nicht zu untersuchen sind.

stellen. So könnte er zunächst zB nur den Erwerb von 40% (oder 50% oder 60%) zu einem relativ hohen Preis (mit Prämie) anbieten und für den Rest der Aktien entweder überhaupt kein Angebot machen oder die restlichen Aktien von vornherein nur zu einem niedrigeren Preis kaufen (zweistufiges Angebot, two-tier-offer). Damit würde das durch das Pflichtangebot erweiterte Gleichbehandlungsgebot aller Aktionäre ausgehöhlt. Das braucht hier nicht näher vertieft zu werden.

In Abs 11 Satz 2 tritt noch eine zweite Rechtsfolge für das freiwillige Angebot hinzu, die nach Ausgestaltung und Zweck mit der sinngemäßen Anwendung der Pflichtangebotsregel nicht ident ist und diese vielmehr in einem wesentlichen Punkt ergänzt.

d) Die zweite Rechtsfolge, nämlich die Bedingung, dass der Bieter über mindestens 50% der auf die ständig stimmberechtigten Aktionäre entfallenden Stimmrechte verfügen muss, schafft, wie schon kurz erwähnt, eine Art Marktmechanismus, der einen zu niedrigen Veräußerungspreis verhindern soll. Das machen die Materialien ganz klar:

*„Der Preis eines öffentlichen Angebots, das dem Bieter eine kontrollierende Beteiligung verschafft, soll so attraktiv sein, dass der Bieter mindestens die einfache Mehrheit der Stimmrechte erreicht. Dadurch wird der Preis im Interesse der Aktionäre höher angesetzt werden und die allzu billige Eroberung der faktischen Kontrollbeteiligung verhindert.“*

Denn andernfalls könnte der Bieter zwar ein Vollangebot stellen (das ja nach dem ersten Satz verpflichtend vorgeschrieben ist), aber den Preis so niedrig ansetzen, dass deshalb zB nur 30 oder 40% annehmen; das würde dem Bieter für die faktische Kontrollerlangung völlig genügen. Durch die Regel in Abs 11 Satz 2 wird also der Bieter gezwungen, ein Mindestnachfragevolumen in den Markt zu stellen, das den Marktgesetzen entsprechend zu einem höheren Preis führen wird, als ein niedrigeres Nachfragevolumen.

Auf den ersten Blick könnte man meinen, dass auch hier bloß die Gleichbehandlung aller (nämlich 100% der Aktionäre) erzwungen werden soll. Dies trifft aber nicht zu. Die Vorschrift stellt, wie die Materialien deutlich machen, eine marktwirtschaftlich wohl überlegte Mechanik her, die beim Fall eines typischen public tender offer eine sinnvolle Preisbildung gewährleisten soll. Die durch Satz 1 anwendbar gemachten Pflichtangebotsvorschriften leisten das nicht.

Die Vorschrift hat besonders dann praktische Bedeutung, wenn es neben dem Angebot des freiwilligen Bieters kein Konkurrenzangebot gibt, sich also kein Markt mit einer Versteigerungssituation für die Zielgesellschaft ergibt und der Bieter genug Aktionäre finden würde, die ihm eine zur faktischen Kontrolle genügende Zahl von Aktien zu einem niederen, ihnen ausreichenden Preis verkaufen würde. Mangels einer anderen kollektiven Willensbildung bei der Zielgesellschaft würde diese verkaufswillige Minderheit von

Aktionären dem Bieter Kontrolle verschaffen und damit die verbleibende, nicht verkaufende Mehrheit in die Abhängigkeit eines neuen Kontrollaktionärs bringen. Die Mehrheit könnte sich gegen diese „Eroberung“, welche eine Minderheit ermöglicht hat, nicht wehren, und zwar trotz der in Abs 11 Satz 1 zu ihrem Schutz angeordneten Vollangebotspflicht des Bieters. Denn obwohl auch ihnen (wegen des in Abs 11 Satz 1 abgesicherten Vollangebots an alle Aktionäre) das gleiche Angebot gemacht werden muss, stehen sie vor dem Dilemma, entweder unter die erstmalige Beherrschung eines kontrollierenden Aktionärs zu gelangen, dem sie nicht vertrauen und/oder strukturell (mangels eines ausreichenden Konzernrechts) ausgeliefert sind oder die Aktien – billiger als sie das eigentlich wollen – zu verkaufen.

Im Kern besagt die Regel in § 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG:

Der Angebotspreis muss so hoch sein, dass er 50 % aller Stammaktionäre, also der einfachen Mehrheit aller stimmberechtigten Aktionäre, als ausreichend erscheint<sup>5</sup>. Es kommt gewissermaßen zu einem Votum aller Stammaktionäre mit einfacher Mehrheit. Stimmen 50% aller Stammaktionäre zu, soll der vom Bieter angebotene Preis gelten und das Angebot erfolgreich sein. Stimmen sie nicht zu, kann der Bieter allenfalls nachbessern oder er scheitert. Der nicht verkaufswilligen Mehrheit wird dadurch das oben beschriebene Dilemma erspart.

Im Ergebnis stimmen dadurch alle Stimmrechtsaktionäre durch ihre Verkaufsentscheidung außerhalb einer Hauptversammlung (gewissermaßen „mit den Füßen“) über die Angemessenheit des Angebotes ab.

Durch diese „Technik“ wird ökonomisch gesprochen mithilfe des beschriebenen Marktmechanismus eine Lösung des so genannten Collective-Action-Problems der sonst kaum handlungsfähigen großen Zahl der Streubesitzaktionäre durch das Gesetz beigelegt. Das ist auch notwendig; denn die Mehrheitsaktionäre im Streubesitz können sich nach österreichischem Recht nicht etwa durch einen HV-Beschluss wehren oder sich auf Abwehrmaßnahmen ihrer Verwaltung verlassen, weil dieser (anders als z.B. in den USA, aber ganz so wie in England) durch das Neutralitätsgebot des § 12 ÜbG die Hände gebunden sind und sie im Wesentlichen nur durch korrekte Informationen und Empfehlungen das Angebot bekämpfen können.

e) Diese Vorschrift über eine Mindestannahmequote wurde in Österreich nur für das freiwillige Angebot vorgesehen. Um den Zweck der Vorschrift ganz zu verstehen, fragt sich, wie das Fehlen einer vergleichbaren Regel für das Pflichtangebot begründet ist. Die Antwort folgt aus der in Österreich üblichen Aktionärsstruktur. Da derzeit nach wie vor Aktiengesellschaften meist einen beherrschenden Aktionär haben, werden üblicherweise

---

<sup>5</sup> S dazu ausführlich *Kenyon/Slade*.

börsennotierte Gesellschaften „zweistufig“ übernommen. Typischerweise wird zuerst zwischen dem alten und dem neuen Kernaktionär ein Preis über das Beteiligungspaket privatautonom ausgehandelt. Dieser Preis hat die „Richtigkeitsgewähr“ eines informierten privatautonom handelnden Verkäufers für sich, der deshalb auch nach § 26 ÜbG als Referenzpreis für die Preisbildung beim Pflichtangebot ausreicht. Es genügt, den übrigen Aktionären ebenfalls den Verkauf zu diesem vermutlich angemessenen Preis zu ermöglichen und das Pflichtangebot zu diesem Preis durchzusetzen.

Auf eine dem § 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG entsprechende Regel kann man hier verzichten. Die Referenzpreisbildung durch einen oder mehrere Kernaktionäre hat der Gesetzgeber als ausreichend angesehen und sich damit auch die Regelung der Rechtsfolgen eines gescheiterten Pflichtangebots (bei Verfehlen der 50 %-Grenze) erspart; dass dies nicht so sein muss, beweist das englische Recht, das (neben Rule 10 für freiwillige Angebote) in Rule 9.3 eine Mindestannahmequote (acceptance condition) auch für Pflichtangebote vorsieht; wohl mit Recht, weil dort der Kauf von Paketen und die damit verbundene Referenzpreisbildung viel seltener ist

f) Hat man diese fundamentale Rolle des § 22 Abs 11 ÜbG als Preisbildungsregel, die als Nebenfolge auch die Mehrheit im Verhältnis zur Minderheit davor schützt, einem ungewollten Kontrollaktionär ausgeliefert zu werden, erkannt, so ergibt dieses Verständnis, dass man nicht unbesehen die Regeln über die Wirkung einer Höchststimmrechtsbestimmung in der Satzung bei der Beurteilung der Kontrollerlangung und der dadurch ausgelösten Angebotspflicht auf die Mindestannahmequote erstrecken darf. Dazu gibt auch der Wortlaut der Regel nur wenig Anlass (siehe unten g). Es ist zwar wie oben dargestellt (vgl 2.2.1.) sehr sinnvoll, bei der Frage, ob wegen Bestehens einer Beherrschungsmöglichkeit ein Pflichtangebot zu stellen ist, die Stimmkraftbeschränkung, die ja die Beherrschung verhindern kann, zu berücksichtigen. Denn sonst würde man ganz mechanisch wegen Überschreitens der Schwelle von 50 % in § 244 Abs 1 Z 1 HGB iVm § 22 Abs 4 ÜbG oder von 30 % bzw 20 % (§ 22 Abs 5 ÜbG iVm §§ 2 f der 1. ÜbV) einem Aktionär, der sein Stimmrecht gar nicht ausüben und daher trotz seines Aktienbesitzes die AG nicht beherrschen kann, die Angebotspflicht auferlegen. Hingegen spielt die Frage, ob der Bieter die Stimmrechte aus den Aktien, die er im Zuge des Angebotsverfahrens kauft, auch ausüben kann, für den oben dargestellten Preisbildungsmechanismus, und der damit verbundenen Willensbildung des Streubesitzes keine Rolle.

Es ist also keineswegs geboten, bei § 22 Abs 11 ÜbG in Anlehnung an die Auslegung von § 244 Abs 2 Z 1 HGB iVm § 22 Abs 4 ÜbG oder § 22 Abs 5 ÜbG iVm der 1. ÜbV das Höchststimmrecht in gleicher Weise zu berücksichtigen. Eine gleichsinnige Auslegung von

§ 244 Abs 11 Satz 2 ÜbG wäre nur geboten, wenn der Zweck von Abs 11 Satz 2 dies nahe legte.

g) Dazu bietet auch der Wortlaut von § 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG keine ausreichende Grundlage; wenn es dort heißt, dass freiwillige Angebote

*„kraft Gesetzes dadurch bedingt [sind], dass der Bieter und mit ihm gemeinsam vorgehende Rechtsträger nach Ablauf der Angebotsfrist über mehr als 50 vom Hundert der auf die ständig stimmberechtigten Aktionäre entfallenden Stimmrechte verfügen“*

so zwingt nichts in dieser Wortfolge zur Berücksichtigung eines satzungsmäßigen Höchststimmrechts. Das lässt sich insbesondere nicht aus dem Erfordernis der 50 % der auf die „ständig stimmberechtigten Aktionäre“ entfallenden Stimmrechte ableiten. Denn es ist, wie oben in 2.1.1. aE schon dargelegt, evident, dass das ÜbG mit den Worten „ständig stimmberechtigten Aktionäre“ hier wie in einigen anderen Gesetzesstellen damit die stimmrechtslosen Vorzugsaktien ausschließen wollte (§ 22 Abs 5, § 23 Abs 1, § 27 Abs 1 ÜbG), und nicht in ihrer Stimmkraft beschränkte Inhaber von Stimmrechtsaktien. Wenn im Übernahmerecht das gemeint ist, wird von der Ausübbarkeit der Stimmrechte gesprochen (vgl § 27 Abs 1 Z 1 ÜbG und § 4 1. ÜbV). Auch die Verwendung des Wortes „Aktionär“ statt „Aktie“ in § 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG ändert daran nichts. Das hat *Zollner*<sup>6</sup> richtig erkannt, wenn er sich – leider ohne nähere Begründung – dahingehend äußert, dass es sich bei der Verwendung des Wortes Aktionär in § 22 Abs 11 ÜbG (statt Aktie) wohl um ein Redaktionsversehen handelt; er führt aus, richtigerweise müsste die Formulierung lauten, dass der *„Bieter über mehr als 50 vom Hundert der auf die ständig stimmberechtigten Aktien entfallenden Stimmrechte“* verfügt.

Immerhin ist in allen Fällen, wo die Satzung kein Höchststimmrecht vorsieht (also in wohl 99% aller Fälle), die Verwendung des Wortes „Aktionär“ genauso sinnvoll, sodass der Fehler sich im Gesetzgebungsverfahren leicht einschleichen konnte. Mit der gesetzgeberischen Absicht passt die Korrektur gut zusammen.

h) Für die vom Senat abgelehnte Auffassung fehlt hingegen ein sinnvoller Zweck, der mit den Materialien und dem System im Einklang stünde. Die abgelehnte Regel würde überdies zu einer Reihe von wenig praktikablen Ergebnissen führen, die zumindest in einem gewissen Spannungsverhältnis zu dem Grundanliegen des ÜbG stünden.

---

<sup>6</sup> *Zollner*, Kontrollwechsel und Kontrollerlangung im Übernahmengesetz 2002, 57, FN 195 und 196.

Die beim Höchststimmrecht üblichen Grenzen von 2 %, 3 %, 5 % oder 10 % (die 25%-Grenze bei der VA Tech ist ein Ausnahmefall) würden dazu führen, dass dadurch mittelbar Mindestannahmeschwellen in Höhe von 98 %, 97%, 95 % oder 90 % festgelegt würden. Damit hätte der Gesetzgeber des ÜbG eine wenig sinnvolle Zwangskombination vorgesehen. Denn der einzelne Aktionär, der durch eine Höchststimmrechtsregel grundsätzlich entmachtet werden soll, indem zB auf ein maximales Stimmengewicht von 2 % reduziert wird, würde durch diese Auslegung ganz im Gegensatz zu dem Ziel, ihn zu entmachten, automatisch mit einem Quasi-Vetorecht gegen Übernahmen ausgestattet werden müssen.

Und schließlich: All das hätte der Gesetzgeber ohne eine Übergangsvorschrift eingeführt, dergestalt, dass Gesellschaften mit bestehenden Höchststimmrechten mit dieser zusätzlichen behaupteten Rechtsfolge des Übernahmerechts ex lege „beglückt“ worden wären, ohne sich dagegen anders als durch die nicht unbedingt leicht herbeizuführende Beseitigung des Höchststimmrechts durch Satzungsänderung wehren zu können.

Hätte der Gesetzgeber in der Tat eine Möglichkeit schaffen wollen, die Mindestannahmeschwelle zu erhöhen, so wäre der ihm wohl eher zusinnbare Weg eine opting-up-Möglichkeit durch eine eigene Satzungsbestimmung gewesen, wie sie auch sonst zB in § 27 ÜbG verwendet wurde. Er hätte dann wohl gestattet, die Mindestannahmeschwelle durch Satzungsänderung anzuheben und damit freilich auch das Problem zu lösen gehabt, wie die Mindestannahmeschwelle wieder reduziert werden kann.

Eine solche – unterbliebene – Regel würde ebenso wie die hier abgelehnte Auslegung allerdings schlecht in das Umfeld des § 3 Z 2 und § 12 ÜbG passen, Bestimmungen, die den Aktionären die „freie und informierte“ Entscheidung sichern wollen und dem Vorstand sogar die Ausführung von Maßnahmen in Vollziehung von HV-Beschlüssen verbieten, die das Angebot vereiteln könnten, wenn die HV-Beschlüsse vor Bekanntwerden der Übernahmeabsicht gefasst wurden. Die hier abgeleiteten Folgen einer Höchststimmrechtsregel, ebenso aber auch die Zulässigkeit der Einführung einer höheren als der in Abs 11 vorgesehenen 50 % - Annahmeschwelle würden im Ergebnis gewissermaßen durch die Hintertüre des Höchststimmrechts die satzungsmäßige Verankerung von „poison-pills“ (Satzungsbestimmungen, die, solange sie nicht aufgehoben werden, praktisch jede Übernahme verhindern) gestatten, was in Österreich bewusst im Hinblick auf den bei Gesetzwerdung vorliegenden Richtlinienentwurf unterlassen wurde (anders zB § 33 dWpÜG). Die 50 % - Mindestannahmequote, welche nach dem Konzept des ÜbG hier die collective-action-Problematik des nicht organisierten Streubesitzes lösen soll und der marktkonformen Preisbildung dient, würde durch die abgelehnte Auslegung zu einer Verteidigungswaffe umfunktioniert.

i) Ein letztes Problem bleibt zu behandeln. Es fragt sich bei der hier vertretenen Auslegung, warum der Gesetzgeber in § 22 Abs 11 ÜbG bei der Mindestannahmeschwelle nicht auch die Vorzugsaktien berücksichtigt, etwa durch eine zweite zusätzlich zu erfüllende Mindestannahmeschwelle für Vorzugsaktien. Denn nach dem hier vertretenen Verständnis gilt die Regel, dass der Übernahmepreis von der Mehrheit aller Aktionäre akzeptiert sein muss, nur für die Stimmrechtsaktien, und dies obwohl doch auch die stimmrechtlosen Vorzugsaktien durch den weiten Begriff des Beteiligungspapieres in § 1 Z 4 ÜbG geschützt werden und bei ihnen vielleicht auch noch mehr als bei Stammaktien die Gefahr besteht, dass der Bieter einen niedrigen Preis festsetzt, weil er die Vorzugsaktien für die Beherrschung nicht braucht. Die Antwort ist einfach: Statt zusätzlich für jede eigene Aktiengattung weitere Mindestannahmeschwellen vorzusehen oder alle Aktiengattungen durch eine zweite gemeinsame Mindestannahmeschwelle zu schützen (vgl Rule 10 des City Code), begnügt sich das ÜbG mit dem unmittelbaren Schutz der Interessen der Stammaktionäre und dem bloß mittelbaren Schutz der Vorzugsaktionäre. Die auch sonst an der Willensbildung idR nicht beteiligten Vorzugsaktionäre werden lediglich dadurch geschützt, dass der von der Mehrheit aller Stammaktionäre akzeptierte Preis auch für sie der maßgebliche Referenzpreis ist (§ 26 Abs 2 iVm § 22 Abs 11 ÜbG; §§ 15 f), von welchem unter Berücksichtigung angemessener Abschläge ihr Preis abzuleiten ist.

Die Nichterfassung der stimmrechtslosen Vorzugsaktien in § 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG macht diese also nach ö Recht nicht schutzlos, sondern führt nur im Einklang mit ihrem typischen Ausschluss von Herrschaftsrechten und mit den sonstigen Regeln über den abgeleiteten Preisschutz gem § 26 Abs 2 zu einem technisch und administrativ wenig aufwändigen und trotzdem funktionsfähigen Schutzsystem.

Zusammenfassend kann festgehalten werden:

Trotz der unbestreitbaren Unklarheiten des § 22 Abs 11 Satz 2 ÜbG ist unter Berücksichtigung der sonst im ÜbG verwendeten Terminologie und im Lichte des Gesetzeszweckes die Bestimmung über die Mindestannahmequote wie folgt auszulegen:

Die gesetzliche Bedingung ist erfüllt, wenn der Bieter am Ende der Annahmefrist über 50% der ständig stimmberechtigten Aktien (Stammaktien) plus eine Aktie verfügt, unabhängig davon, ob die Satzung eine Höchststimmrechtsregelung enthält.

Der 3. Senat verweist darauf, dass seine Stellungnahmen gemäß § 29 Abs 1 ÜbG keine rechtliche Bindungswirkung haben. Darüber hinaus verweist der Senat auf den Umstand,



dass er bei der vorliegenden Stellungnahme von der Richtigkeit und Vollständigkeit der von ihm zugrunde gelegten Information ausgegangen ist.

Wien, den 15. Jänner 2005

Univ.-Prof. Dr. Peter Doralt  
Für den 3. Senat der Übernahmekommission