

Bescheid

Der 2. Senat der Übernahmekommission hat am 15. Jänner 2001 unter dem Vorsitz von o. Univ. Prof. Dr. Josef Aicher im Beisein der Mitglieder Dr. Peter Baumann (Mitglied gemäß § 28 Abs. 2 Z 2 ÜbG), Univ. Doz. Dr. Hanspeter Hanreich (Mitglied gemäß § 28 Abs. 2 Z 3 ÜbG) und Dr. Oskar Grünwald (Mitglied gem. § 28 Abs. 2 Z 4 ÜbG) im von Amts wegen eingeleiteten Nachprüfungsverfahren gemäß § 33 ÜbG betreffend das am ##### 2000 veröffentlichte Pflichtangebot gerichtet auf den Erwerb der Beteiligungspapiere der Z AG und den Eventualantrag der Bietergemeinschaft B nach § 34 Abs. 2 ÜbG, wie folgt entschieden:

Spruch

1. Im Angebot vom ##### 2000 wurde je Vorzugsaktie ein Preis von EUR ##### angeboten. Dieser Preis entspricht den gesetzlichen Vorschriften (§ 26 ÜbG).
2. Die Angebotsunterlage betreffend die Beteiligungspapiere der Z AG enthielt keinen Hinweis darauf, daß die Vorzugsaktien wegen rückständiger Vorzugsbeträge stimmberechtigt waren und ein Nachzahlungsanspruch bestand. Die Angebotsunterlage war daher nach § 7 Z 3, § 3 Z. 2 und § 4 Z. 3 ÜbG unvollständig und gesetzwidrig.
3. Hinsichtlich der unter 2. festgestellten Gesetzwidrigkeit wird nach § 34 Abs. 2 ÜbG eine Ausnahme vom Ruhen des Stimmrechts gewährt.
4. Gemäß 4.1., 4.2., 4.3. iVm 5.1. iVm 7.1. sowie 7.3. der Gebührenordnung der Wiener Börse AG für das Verfahren vor der Übernahmekommission haben die Bieter B, bestehend aus A, C, D, E und F, als Solidarschuldner eine Gebühr von EUR 1.728,-- (ATS 23.777,80) sowie Barauslagen in der Höhe von EUR 377,75 (ATS 5.197,95), insgesamt also einen Betrag von EUR 2.105,75 (ATS 28.975,75) zu entrichten. Diese Gebühren und Barauslagen sind innerhalb von zehn Bankarbeitstagen ab dieser Vorschreibung auf das Konto der Wiener Börse AG bei der Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG mit der Nummer 012-20993, BLZ 20111, zu entrichten.

Begründung

1. Vorgehen

Der Übernahmekommission wurde am ##### 2000 von der Bietergemeinschaft B als gemeinsam vorgehende Rechtsträger ein Pflichtangebot betreffend die Vorzugs- und Stammaktien der Z AG angezeigt.

Nach geringfügigen Änderungen des angezeigten Angebotstextes wurde die Angebotsunterlage am ##### 2000 veröffentlicht. Das Pflichtangebotsverfahren endete nach Ablauf der gesetzlich vorgeschriebenen Nachfrist am ##### 2000.

Nach Durchführung des Pflichtangebotsverfahrens wurde die Übernahmekommission am ##### 2000 davon informiert, daß der für die stimmrechtslosen Vorzugsaktien zu zahlende Vorzugsbetrag in den vergangenen zwei Jahren nicht bezahlt wurde, weshalb das Stimmrecht der Vorzugsaktionäre nach § 116 AktG aufgelebt sei. All dies finde in der Angebotsunterlage keine Erwähnung. Schließlich sei auch der für die Vorzugsaktien angebotene Pflichtange-

botspreis wegen der Nachzahlungsansprüche und dem aufgegebenen Stimmrecht im Vergleich zu den Stammaktien zu niedrig angesetzt.

Daraufhin wurde die Übernahmekommission von Amts wegen nach § 29 ÜbG tätig. Der Fall wurde dem zuständigen 2. Senat zugewiesen; dieser nahm unverzüglich Kontakt mit dem Rechtsvertreter der Bieter, G, sowie mit dem Sachverständigen der Bieter, H, auf, um den Bietern und dem Sachverständigen der Bieter Gelegenheit zu geben, zu den Bedenken der Übernahmekommission Stellung zu nehmen.

Am ##### 2000 beschloß der 2. Senat der Übernahmekommission von Amts wegen die Einleitung eines Nachprüfungsverfahrens nach § 33 Abs. 1 ÜbG zur Überprüfung der Vollständigkeit der Angebotsunterlage sowie der Gesetzmäßigkeit des angebotenen Preises für Vorzugsaktien. Dies wurde am ##### 2000 auch im Amtsblatt zur Wiener Zeitung veröffentlicht. In der Veröffentlichung wurden sämtliche Beteiligungspapierinhaber der Z AG auf die Möglichkeit hingewiesen, sich dem Verfahren binnen eines Monats anzuschließen. Die Kosten der Veröffentlichung betragen EUR 377,75.

Mit Schreiben vom ##### 2000 beteiligte sich J dem Verfahren als gemeinsamer Vertreter in seinem und im Namen der K und L. Andere Beteiligungspapierinhaber haben sich dem Nachprüfungsverfahren innerhalb der Monatsfrist nicht angeschlossen.

Dem Rechtsvertreter der Bieter, G, wurde am ##### 2000 und J am ##### sowie am ##### 2000 Akteneinsicht gewährt.

Wegen der schon am ##### 2000 stattfindenden ao. Hauptversammlung der Z AG wurde im Interesse der Bieter am ##### 2000 kurzfristig eine mündliche Verhandlung für den ##### 2000 anberaumt, kurz darauf aber wegen Verhinderung von J auf den ##### 2001 vertagt. An der mündlichen Verhandlung nahmen G namens der Bieter, J als gemeinsamer Vertreter, M als Vorstandsmitglied der Zielgesellschaft sowie die Sachverständigen H sowie N und O von der P GmbH teil.

Zur Unterstützung des rechtlichen Standpunktes der Bieter wurde eine Stellungnahme des H für die I - GmbH zur Gesetzmäßigkeit des Pflichtangebotsverfahrens sowie ein Privatgutachten von Q, insbesondere zur Bewertung von Vorzugs- und Stammaktien vorgelegt.

Gebührenvorschüsse oder Barauslagen wurden nicht erlegt. Ein Antrag nach § 33 Abs. 5 ÜbG zweiter Satz wurde nicht gestellt.

2. Sachverhalt

Das Grundkapital der Z AG ist in Stamm- und stimmrechtslose Vorzugsaktien zerlegt. Beide Aktiengattungen sind zum Amtlichen Handel an der Wiener Börse zugelassen.

Nach § 4 Z 3 der Satzung der Z AG in der Fassung der elften ordentlichen Hauptversammlung ##### 1999 erhalten Vorzugsaktien aus dem Gewinn eines jeden Geschäftsjahres eine über drei Jahre nachzahlbare Vorzugsdividende von 5 %; die Vorzugsaktien erhalten weiters eine Mehrdividende gegenüber den Stammaktien, wonach die auf Vorzugsaktien auszuschüttende Dividende jeweils um zumindest 3 % mehr als die auf die Stammaktien auszuschüttende Dividende betragen muß. Nach § 4 Z 6 leg. cit. sind nur Stammaktien stimmberechtigt.

Im Geschäftsjahr 1998 wurde ein Bilanzgewinn von ATS ##### erzielt. Eine Gewinnausschüttung wurde nicht beschlossen; die Zahlung eines Dividendenvorzuges unterblieb.

Auch im folgenden Geschäftsjahr 1999 unterblieb die Ausschüttung eines Bilanzgewinnes, da in dem der ###. ordentlichen Hauptversammlung der Z AG vorgelegten Jahresabschluß für das Geschäftsjahr 1999 ein Bilanzverlust ausgewiesen werden mußte.

Als Folge der in den Geschäftsjahren 1998 und 1999 nicht bezahlten Vorzugsdividenden ist in der ordentlichen Hauptversammlung vom ##### 2000 das Stimmrecht der Vorzugsaktien auf-gelebt. Die nachzuzahlenden Rückstände je Vorzugsaktie im Nennbetrag von ATS 100 (nunmehr EUR 7,27) betragen rund EUR #####.

Parallel zu dieser Entwicklung haben die Damen und Herren A, C, D, E und F („Bieter“) als gemeinsam vorgehende Rechtsträger durch mehrere Aktienkaufverträge insgesamt ##### Stück Stammaktien und ##### Stück Vorzugsaktien der Z AG mit Wirkung zum ##### 2000 erworben. Gemeinsam mit den bereits von den Bietern gehaltenen Aktien wurde da-durch eine kontrollierende Beteiligung erworben.

Der Erwerb dieser kontrollierenden Beteiligung wurde in mehreren Schritten abgewickelt:

Zunächst wurde von D das gesamte von der R AG gehaltene Aktienpaket von ##### Stück Stammaktien und ##### Stück Vorzugsaktien erworben. In weiterer Folge hat D insgesamt ##### Stück Stammaktien und ##### Vorzugsaktien an die anderen vier Bieter weiterverkauft. In einem letzten Schritt hat A von der S GmbH weitere ##### Stück Stammaktien und ##### Stück Vorzugsaktien erworben.

Das daraus folgende Pflichtangebot wurde am ##### 2000 der Übernahmekommission ange-zeigt. Das Angebot war auf den Erwerb von ##### Stück Stammaktien zu einem Preis von EUR ##### je Stammaktie und ##### Stück Vorzugsaktien zu einem Preis von EUR ##### je Vorzugsaktie gerichtet. Die Veröffentlichung des Angebotes erfolgte am ##### 2000. Die An-nahmefrist endete am ##### 2000. Das Pflichtangebotsverfahren endete nach Ablauf der ge-setzlich vorgeschriebenen Nachfrist am ##### 2000.

Für die Zwecke der Angebotsermittlung nach § 26 ÜbG wurde der durchschnittliche Börsen-kurs des jeweiligen Beteiligungspapiers innerhalb der letzten 6 Monate vor Erlangen der kon-trollierenden Beteiligung den von den Bietern innerhalb der letzten 12 Monate gewährten Gegenleistungen gegenübergestellt.

Der Durchschnittskurs der letzten sechs Monate wurde mit EUR ##### je Stammaktie und EUR ##### je Vorzugsaktie ermittelt. Zur Berechnung der Börsenkurse wurde das mit den je-weiligen Handelsvolumina gewichtete arithmetische Mittel der Kurse herangezogen.

Die höchste von den Bietern innerhalb der letzten 12 Monate vor Erlangen der kontrollieren-den Beteiligung gewährte Gegenleistung wurde im Aktienkaufvertrag vom ##### 2000 zwi-schen A und der S GmbH vereinbart. In allen anderen Verträgen, die die Bieter innerhalb der maßgeblichen Jahresfrist abgeschlossen haben, wurden Gegenleistungen vereinbart, die deut-lich unter den durchschnittlichen Börsenkursen für Stamm- und Vorzugsaktien lagen.

Im Vertrag zwischen A und der S - GmbH wurde als Barleistung für die Übertragung von ##### Stammaktien und ##### Vorzugsaktien ein einheitlicher Kaufpreis von EUR ##### ver-einbart. Die übrigen Aktienkaufverträge, die dem Erwerb der kontrollierenden Beteiligung vorausgegangen waren, wurden zum Teil ebenfalls mit einem einheitlichen Kaufpreis für ein Paket von Stamm- und Vorzugsaktien abgeschlossen. Bei den Transaktionen, die jeweils nur

eine Aktiengattung betrafen wurde umgerechnet je Stamm- bzw. Vorzugsaktie sogar ein identischer Preis vereinbart.

Abgesehen vom Kaufpreis in der Höhe von EUR ##### wurde der S - GmbH von A und E eine Abschlagszahlung in der Höhe von EUR ##### geleistet. Der Gesamtwert der Gegenleistung an die S - GmbH für die Veräußerung der Stamm- und Vorzugsaktien war daher mit EUR ##### zu beziffern. Für die Ermittlung des Angebotspreises für das jeweilige Beteiligungspapier wurde eine Aufteilung des Gesamtwerts der Gegenleistung auf die ##### Stück Vorzugsaktien und ##### Stück Stammaktien vorgenommen. Anders als in den Kaufverträgen, die im Zuge des Erwerbs der kontrollierenden Beteiligung erfolgten, wurde zu diesem Zweck eine aus den durchschnittlichen Börsenkursen der letzten sechs Monate abgeleitete 20 % Wertrelation zwischen Stamm- und Vorzugsaktien angesetzt.

Unter Berücksichtigung dieser Wertrelation errechnete sich für Stammaktien ein Transaktionskurs von EUR ##### und für die Vorzugsaktien von EUR #####. Diese Werte lagen um rund 6 % über den durchschnittlichen Börsenkursen der letzten sechs Monate vor Erlangen der kontrollierenden Beteiligung. Zusätzlich wurde von der Möglichkeit Gebrauch gemacht, einen Paketabschlag von bis zu 15 % in Anspruch zu nehmen, sodaß für die Festsetzung des Angebotspreises letztlich allein der durchschnittliche Börsenkurs für die Preisfestsetzung maßgeblich war.

Ein Hinweis darauf, daß die an sich stimmrechtslosen Vorzugsaktien ausnahmsweise stimmberechtigt waren und ein Nachzahlungsanspruch in Höhe von EUR ##### pro Vorzugsaktie bestand, enthielt die Angebotsunterlage nicht. Ebenso enthielt der Bericht des Sachverständigen keine Ausführungen darüber, ob ein Abschlag von 20 % für Vorzugsaktien gegenüber den Stämmen gerade im Hinblick auf den Nachzahlungsanspruch und das aufgelebte Stimmrecht zu rechtfertigen ist.

Hinsichtlich der Börsenkurse für Stamm- und Vorzugsaktien wurde festgestellt, daß die Wertrelation zwischen Vorzugs- und Stammaktien maßgeblich davon abhängt, welcher Durchrechnungszeitraum gewählt wird. Vor allem im ersten Halbjahr des Jahres 2000 war eine Annäherung der Kurse für Stämme und Vorzüge zu beobachten, sodaß der Kursabschlag für Vorzugsaktien im Vergleich zu den Stammaktien geringer ausfiel, je kürzer der Durchrechnungszeitraum für die Ermittlung der Wertrelation angesetzt wurde. Im ##### 2000 notierten die Vorzugsaktien an einzelnen Handelstagen sogar über den Stammaktien.

Weiters wurden die Stammaktien der Z AG seit ##### 1998 an der Wiener Börse AG nahezu nicht gehandelt. Demgegenüber verzeichneten die Vorzugsaktien einen regelmäßigen Handel. Vom ##### 2000 (EUR #####) bis zur Hauptversammlung am ##### 2000 (EUR #####) verzeichnete der Kurs der Vorzugsaktie einen Kursanstieg von rund 5 %.

Auf Grundlage dieses Sachverhalts haben die Parteien im Zuge des Verfahrens ihren Rechtsstandpunkt wie folgt dargelegt:

Seitens der Bieter wurde vorgebracht, daß der im Pflichtangebot an die Aktionäre der Z AG enthaltene Angebotspreis sowohl für Stammaktien als auch für Vorzugsaktien den gesetzlichen Vorschriften entsprochen habe und die Angebotsunterlage vollständig und gesetzmäßig sei.

Der Angebotspreis für Vorzugsaktien sei damit zu rechtfertigen, daß - obwohl die Bieter einen Pauschalpreis für ein Paket aus Vorzugs- und Stammaktien vereinbart haben - Vorzugs- und Stammaktien wegen unterschiedlicher Vermögens- und Mitgliedschaftsrechte unter-

schiedlich zu bewerten seien. Ein Abschlag für Vorzugsaktien sei auch dann gerechtfertigt, wenn das Stimmrecht temporär wegen rückständiger Zahlungen aufgelebt ist.

Objektiver Gradmesser für das Wertverhältnis von Stamm- und stimmrechtslosen Vorzugsaktien sei der Börsenkurs. Dieser spiegle das Wertverhältnis von Vorzugs- und Stammaktien wider. Der bei der Ermittlung des Angebotspreises für Vorzugsaktien gegenüber den Stammaktien angesetzte Abschlag von 20 % sei aus den durchschnittlichen Börsenkursen der jeweiligen Beteiligungspapiere während der letzten sechs Monate vor Erlangen der kontrollierenden Beteiligung abgeleitet. Insbesondere sei das aufgelebte Stimmrecht und das Bestehen von Nachzahlungsansprüchen in den Börsenkursen bereits berücksichtigt.

Abgesehen davon wäre die exakte Bewertung des Wertverhältnisses zwischen Stamm- und Vorzugsaktien von untergeordneter Bedeutung, da sich ein höherer Angebotspreis nur dann ergeben würde, wenn man Vorzugsaktien gleich oder höher als Stammaktien bewertet. Denn hätte man den bei der Transaktion mit der S - GmbH errechneten Einheitskurs von EUR ##### herangezogen und davon den Abschlag von 15 % berechnet, so hätte sich ein einheitlicher Preis pro Aktie (nicht getrennt nach Stimmen und Vorzügen) von EUR ##### ergeben, also ein Betrag der um EUR ##### höher ist als der für Vorzugsaktien gebotene Betrag. Gegen eine solche Betrachtung spreche einerseits schon der Börsenkurs, aus dem jedenfalls kein nachhaltiges Angleichen der Kurse von Stamm- und Vorzugsaktien ableitbar sei, sowie andererseits die unterschiedlichen Mitgliedschafts- und Vermögensrechte, die in den Vorzugs- und Stammaktien verbrieft sind.

Zur Vollständigkeit der Angebotsunterlage wurde von den Bieter ausgeführt, daß die Angebotsunterlage alle gemäß § 7 ÜbG angabepflichtigen Informationen, soweit diese für das Angebot zutreffend waren, enthalten habe.

In der Folge stellten die Bieter folgende Anträge:

Die Übernahmekommission möge

- 1) mittels Bescheid feststellen, daß das von den Bieter im Verfahren zu GZ 2000/2/# gestellte Pflichtangebot den Bestimmungen des Übernahmegesetzes entsprochen hat und somit die Angebotsunterlage vollständig und gesetzmäßig war,
- 2) in eventu mittels Bescheid feststellen, daß bloß eine geringfügige Verletzung des Übernahmegesetzes vorliege und deshalb eine Ausnahme vom Ruhen der Stimmrechte gewährt wird.

Der gemeinsame Vertreter, J, brachte demgegenüber vor, daß die Vorzugsaktien wegen ihres temporären Stimmrechts und der bestehenden Nachzahlungsansprüche gleich oder höher als Stammaktien zu bewerten seien. Der Ansatz eines 20 % Abschlages könne auch nicht mit dem Börsenkurs begründet werden, da gerade der Kursverlauf der Stammaktie in der Vergangenheit gezeigt habe, daß Zufälligkeiten und nicht das Marktgeschehen für den Preis der Stammaktien ausschlaggebend gewesen seien.

In den Kaufverträgen, die dem Erwerb der kontrollierenden Beteiligung durch die Bieter vorausgegangen sind, sei bei der Festsetzung des Kaufpreises nicht nach Aktiengattungen differenziert worden; die Bieter hätten also Stammaktien wie Vorzugsaktien bewertet.

Weiters sei die Angebotsunterlage irreführend gewesen, da sie nicht auf die spezielle Situation des Falles eingegangen sei, insbesondere konnte der Angebotsunterlage nicht entnommen

werden, daß der Erwerb der kontrollierenden Beteiligung durch die Bieter zu einem besonders günstigen Preis erfolgte.

Schließlich habe zur Verwirrung der Beteiligungspapierinhaber beigetragen, daß der Vorstand der Z AG in seiner Vorschau für das Geschäftsjahr 2000 das EGT mit ## Mio. ATS zunächst positiv beurteilt habe. Diese Einschätzung sei aber im Laufe des Geschäftsjahres relativiert worden, und letztlich wurden massive Verluste verzeichnet.

Zur Frage der Prognose des EGT für das Geschäftsjahr 2000 führte M als Vorstand der Z AG aus, daß diese Änderungen aufgrund der Komplexität des Projektgeschäftes schwer vorhersehbar waren und die Überarbeitung des Budgets wegen des technischen Aufwandes und der Komplexität eine gewisse Zeit in Anspruch genommen habe.

3. Rechtliche Beurteilung

a) Zum 1. Spruchpunkt

Die Bieter haben bei der Ermittlung der höchsten innerhalb der letzten 12 Monate gewährten Gegenleistung eine Aufteilung des Gesamtkaufpreises nach Aktiengattungen vorgenommen.

Zunächst ist daher zu klären, ob eine Aufteilung des Gesamtkaufpreises auf Stamm- und Vorzugsaktien überhaupt rechtens war. Dies ist im Grundsatz zu bejahen.

Aktiengattungen, die unterschiedliche Mitgliedschafts- und Vermögensrechte verbiefen, sind idR. auch verschieden zu bewerten. Schon § 26 Abs. 2 ÜbG sieht vor, daß eine die Gattungsunterschiede berücksichtigende Bewertung auch bei der Ermittlung des Pflichtangebotspreises beachtlich ist. Insbesondere hat der für andere Beteiligungspapiere als Stammaktien gebotene Preis in einem angemessenen Verhältnis zu der für die Stammaktien gewährten Gegenleistung zu stehen.

Fraglich ist aber, welcher Ab- bzw. Zuschlag für die Bewertung von Stamm- und Vorzugsaktien anzusetzen war. Das Vorgehen der Bieter ist in dieser Frage in mehreren Punkten problematisch:

So sind die Bieter bei der Bemessung des angemessenen Wertverhältnisses von Stamm- und Vorzugsaktien mechanisch vorgegangen und haben ausschließlich auf den Börsenkurs als Bewertungsinstrument zurückgegriffen. Ein solches Vorgehen setzt aber voraus, daß die Börsenkurse nicht aufgrund besonderer Umstände verzerrt sind.

Seit ##### 1998 wurden Stammaktien an der Wiener Börse so gut wie nicht gehandelt. Die Preisbildung am Markt war mehr von Zufälligkeiten abhängig als Ausdruck eines von Marktmechanismen geleiteten Marktgeschehens. Das von den Bietern aus den Börsenkursen abgeleitete Wertverhältnis von Stamm- und Vorzugsaktien muß daher nachdrücklich in Zweifel gezogen werden. Im konkreten Fall kann dem Kursverhältnis von Stamm- und Vorzugsaktien bestenfalls Indizwirkung beigemessen werden.

Ausfluß dieser Zufälligkeiten ist auch, daß die Wertrelation zwischen Stamm- und Vorzugsaktien sich je nach gewählter Durchrechnungsperiode deutlich verändert. Je kürzer der Durchrechnungszeitraum, desto geringer fällt der Kursabschlag bei Vorzugsaktien gegenüber Stammaktien aus.

Die Rechtsauffassung der Bieter, es komme für die Berechnung der Wertrelation von Stamm- und Vorzugsaktien gerade auf die letzten 6 Monate vor Erlangen der kontrollierenden Beteiligung an, ist ebenfalls nicht schlüssig. In § 26 Abs. 1 ÜbG ist diese Frist zwar für die Berechnung des Durchschnittskurses gesetzlich relevant, für die Berechnung der höchsten innerhalb der letzten zwölf Monate in Geld vom Bieter gewährten Gegenleistung sowie das Wertverhältnis von Stammaktien zu anderen Beteiligungspapieren ist der Durchschnittskurs aber gänzlich unbeachtlich.

Auch der Gesetzgeber hat in den Materialien zu § 26 Abs. 2 ÜbG schon darauf hingewiesen, daß die Aussagekraft von Börsenkursen zur Bewertung von Beteiligungspapieren, insbesondere zur Bewertung des Wertverhältnisses von Stamm- und Vorzugsaktien, davon abhängig ist, ob nicht die Kurse durch besondere Umstände verzerrt sind.

Weiters wurde bei der Preisbemessung nicht ausreichend gewürdigt, daß in dem den Kontrollerwerb durch die Bieter vorausgegangenen Transaktionen zwar regelmäßig sowohl ein Paket von Stamm- und Vorzugsaktien zu einem Gesamtpreis veräußert wurde, in zwei Transaktionen aber (die jeweils nur eine Gattung betrafen) von den am Kaufvertrag beteiligten Bietern ein einheitlicher Preis bezogen auf die Zahl der Vorzugs- bzw. Stammaktien vereinbart wurde. Prima facie ist daraus der Schluß abzuleiten, daß auch nach damaliger Einschätzung der Bieter Vorzugsaktien wie Stammaktien zu bewerten sind.

Nach Ansicht des Senats ist diesen Transaktionen aber lediglich Indizwirkung zuzumessen. Denn bei beiden Transaktionen liegt der Kaufpreis so weit unter dem durchschnittlichen Börsenkurs, daß dieser als Grundlage für eine Bewertung des Abschlages nur bedingt aussagekräftig ist.

Als Zwischenergebnis kann daher festgehalten werden, daß für die Beurteilung der Wertrelation von Stamm- und Vorzugsaktien weder allein auf den Börsenkurs, noch auf die durch die Bieter getätigten Referenztransaktionen abgestellt werden kann.

Hilfreich für die Beantwortung der anstehenden Bewertungsfrage ist daher ein Vergleich mit anderen Gesellschaften, bei denen Vorzugs- und Stammaktien notieren. Folgt man den ausführlichen Untersuchungen von *Bezenberger* (siehe *Bezenberger* in Großkomm AktG⁴ § 139 Rz 8 und *ders.*, *Vorzugsaktien ohne Stimmrecht* (1991) 33 ff) zum Wertverhältnis von Stammaktien und stimmrechtslosen Vorzugsaktien für in Deutschland notierten Aktiengesellschaften, liegen die Kurse der Vorzugsaktien ohne Stimmrecht regelmäßig mehr oder weniger deutlich (spreads von 72 % bis 0,7 %) unter den Stammaktienkursen.

Losgelöst vom Einzelfall ist nach Einschätzung des Marktes auch dann ein Abschlag für stimmrechtslose Vorzugsaktien anzusetzen, wenn die Rendite von Vorzugsaktien deutlich über derjenigen der Stammaktien liegt. Der Rechtsverkehr erblickt im nachzuzahlenden Vorzug offensichtlich keinen gleichwertigen Ersatz für das fehlende bzw. nicht dauerhaft bestehende Stimmrecht von stimmrechtslosen Vorzugsaktien.

Aus diesen empirischen Untersuchungen läßt sich also ableiten, daß Vorzugsaktien generell niedriger als Stammaktien zu bewerten sind. Das Aufleben des Stimmrechts und das Bestehen von Nachzahlungsansprüchen hat zwar zur Folge, daß sich der Abschlag für Vorzugsaktien vermindert, ein einheitlicher Preis für Stamm- und Vorzugsaktien ist aber in aller Regel auszuschließen. Grund dafür ist, daß Vorzugsaktien bei rückständigen Vorzugsbeträgen lediglich temporär ein Stimmrecht vermitteln.

In diese Richtung weist auch, daß in der Zeit vor und nach der Hauptversammlung, in der das Stimmrecht aufgelebt ist, kein signifikanter Kursanstieg bei den Vorzugsaktien zu verzeichnen war (anders als bei den Stammaktien ist die Aussagekraft des Börsenkurses hier nicht durch ein fehlendes Marktgeschehen entwertet).

Ob der Abschlag nun mit 20 % oder mit einem geringeren Betrag anzusetzen gewesen wäre, kann dahingestellt bleiben, da sich ein abweichender Angebotspreis für Vorzugsaktien nur ergeben hätte, wenn die Vozugsaktien gleich oder höher als die Stammaktien zu bewerten gewesen wären. Letzteres trifft aber nicht zu. Der Angebotspreis für Vorzugsaktien war daher gesetzmäßig.

b) Zum 2. Spruchpunkt

Ob und welche Informationen die Angebotsunterlage zu enthalten hat, regelt primär § 7 ÜbG. Dieser führt in seinen 11 Ziffern schlagwortartig jene Themenbereiche an, die den Mindestinhalt jeder Angebotsunterlage bilden. Nach Z 4 leg. cit. hat die Angebotsunterlage auch Angaben zu den Beteiligungspapieren, also der Stamm- und Vorzugsaktien, die Gegenstand des Angebotes waren, zu enthalten.

Fraglich ist daher, ob die Bieter verpflichtet gewesen wären, in der Angebotsunterlage auf das aufgelebte Stimmrecht der Vorzugsaktien und das Bestehen eines Nachzahlungsanspruches hinzuweisen.

Es versteht sich von selbst, daß der Gesetzgeber bei Festlegung des Mindestinhalts der Angebotsunterlage in § 7 ÜbG nicht auf jede erdenkliche Besonderheit des Einzelfalles Bedacht nehmen konnte und sich mit einer mehr oder weniger detaillierten Umschreibung der Themenbereiche begnügen mußte. Die Konkretisierung von § 7 ÜbG hat daher, wie sonst auch bei Gesetzesbegriffen üblich, durch eine am Zweck der Vorschrift orientierten Auslegung und unter Berücksichtigung der Umstände des Einzelfalles zu erfolgen.

Hierfür gibt der Gesetzeber dem Rechtsunterworfenen in § 3 Z 2 und § 4 Z 3 ÜbG klare Auslegungsmaximen an die Hand: So soll nach § 3 Z 2 ÜbG eine informierte Entscheidung der Empfänger des Angebotes ermöglicht werden. Diesem Grundsatz entsprechend normiert § 4 Z 3 ÜbG sogar ausdrücklich die Pflicht des Bieters, Informationen und Erklärungen sorgfältig, genau und vollständig auszuarbeiten sowie unrichtige oder irreführende Informationen und Erklärungen zu unterlassen.

Vor diesem Hintergrund ist nach Ansicht des Senats die am ##### 2000 veröffentlichte Angebotsunterlage unvollständig und daher irreführend.

Zum einen wurde in der Angebotsunterlage zwischen stimmberechtigten Stammaktien und stimmrechtslosen Vorzugsaktien differenziert. Zum Zeitpunkt des Angebots war dies aber unzutreffend, denn sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien waren stimmberechtigt. Das Fehlen eines diesbezüglichen Hinweises hat daher eine unrichtige Vorstellung von der wirklichen Sachlage vermittelt.

Schwerer wiegt aber, daß der Vorzugsaktionär nicht darauf aufmerksam gemacht wurde, daß während der vergangenen zwei Jahre kein Vorzugsbetrag ausbezahlt wurde, sodaß die Vorzugsaktien einen in den Folgejahren nachzuzahlenden Anspruch in der Höhe von EUR ##### verbriefen. Bedeutsam für die informierte Entscheidung des Vorzugsaktionärs ist dies vor allem deshalb, da dieses Nachzahlungsrecht als Mitgliedschaftsrecht und unselbständiger Bestandteil der Vorzugsaktie bei Veräußerung der Aktie mitübertragen wird (siehe dazu nur

*Hüffer AktG*⁴ § 141 Rn 9). Bei der Verkaufsentscheidung war der Angebotspreis von EUR ##### je Vorzugsaktie dem Verlust eines Nachzahlungsanspruches in Höhe von EUR ##### gegenüberzustellen.

Daß diese Informationen vom Vorzugsaktionär auch anderweitig beschafft werden hätten können, entbindet die Bieter grundsätzlich nicht von einer diesbezüglichen Informationspflicht. Dies gilt auch dann, wenn das Aufleben des Stimmrechts der Vorzugsaktionäre allen Aktionären, die an der ##. ordentlichen Hauptversammlung am ##### 2000 teilgenommen haben, bekannt sein mußte. Andernfalls wäre die Angebotsunterlage in aller Regel überflüssig, da die Angebotsunterlage zumeist Informationen enthält, die von den Beteiligungspapierinhabern mit entsprechendem Aufwand auch sonstwie beschafft werden können. Derartige Informationskosten der Beteiligungspapierinhaber sollen durch die Angebotsunterlage vermieden und allen Angebotsadressaten rasch und verlässlich eine gleichwertige Entscheidungsgrundlage über das Angebot geboten werden. Ebenso wenig kann eine Obliegenheit der Beteiligungspapierinhaber zur Teilnahme an Hauptversammlungen angenommen werden.

Die Angebotsunterlage ist daher gesetzwidrig.

c) Zum 3. Spruchpunkt

Unter b) wurde zum 2. Spruchpunkt ausgeführt, daß die Angebotsunterlage wegen ihrer Unvollständigkeit irreführend und daher gesetzwidrig ist. Nach § 34 Abs. 1 ÜbG ruht das Stimmrecht, wenn Beteiligungspapiere unter Verletzung der Vorschriften des 2. Teils des Übernahmegesetzes erworben wurden. Nach § 34 Abs. 2 ÜbG kann die Übernahmekommission in Fällen geringfügiger Verletzungen auf Antrag des Bieters eine Ausnahme vom Ruhen der Stimmrechte gewähren.

§ 34 Abs. 2 ÜbG trägt dem Umstand Rechnung, daß die Verletzung von Bestimmungen des Übernahmegesetzes nicht immer von gleicher Tragweite ist. Vor allem der zweite Teil des Übernahmegesetzes enthält viele den geregelten Ablauf des Übernahmeverfahrens sichernde Formvorschriften, deren Verletzung im Einzelfall aber nicht immer wesentlich nachteilige Folgen zeitigen muß. Auf Antrag des Bieters soll es der Übernahmekommission daher möglich sein, einer überschießenden Sanktionierung von Rechtsverletzung zuvorzukommen (so die EB zur RV zu § 34 Abs. 2).

Was unter einer „geringfügigen Verletzung“ der Vorschriften des Übernahmegesetzes zu verstehen ist, definiert das Übernahmegesetz nicht.

Auch hier sind wiederum die Umstände des Einzelfalles zu berücksichtigen. Ins Gewicht fällt freilich, daß der informierte Vorzugsaktionär regelmäßig über die Auszahlung des Vorzugsbetrages aufgrund seines Depotauszuges Bescheid weiß. Ebenso ist zu berücksichtigen, daß die Hauptversammlung, in der das Aufleben des Stimmrechts festgestellt wurde, in zeitlicher Nähe zum Angebot stattgefunden hat. Der Kreis jener, denen diese Umstände nicht bewußt waren, dürfte sich daher nur auf wenige Beteiligungspapierinhaber beschränken.

Bei Zusammenschau dieser Umstände kommt der Senat zur Ansicht, daß es sich bei der unter 2) im Spruch festgestellten Gesetzwidrigkeit um eine bloß geringfügige Verletzung iSd. § 34 Abs. 2 ÜbG handelt. Aus Gründen der Rechtssicherheit wird daher eine Ausnahme vom Ruhen des Stimmrechts nach § 34 Abs. 1 ÜbG gewährt (vgl. *Huber/Löber*, Übernahmegesetz § 34 Rz 27).

Von der Möglichkeit, die Entscheidung von Auflagen und Bedingungen abhängig zu machen, wurde abgesehen. Verkaufsentscheidungen, die bei Kenntnis der im Angebot fehlenden Angaben nicht oder nicht in dieser Form getroffen worden wären, können allenfalls im Zivilrechtsweg im Wege der Irrtumsanfechtung entsprechend korrigieren werden.

d) Zum 4. Spruchpunkt

Nach 4.1. der Gebührenordnung der Wiener Börse AG für das Verfahren vor der Übernahmekommission ist für ein Verfahren gemäß § 33 ÜbG eine Gebühr zu entrichten. Diese Gebühr beträgt grundsätzlich 0,001 Prozent der Summe der im jeweiligen Angebot gebotenen Gegenleistung, jedoch mindestens EUR 864,-- und höchstens EUR 8.640,-- pro Verfahren.

Die Gebühren sind nach § 33 Abs. 5 ÜbG iVm 4.3. der Gebührenordnung der Wiener Börse AG für das Verfahren vor der Übernahmekommission vom Bieter zu entrichten. Ein Antrag bzw. Gegenantrag der Zielgesellschaft oder der Beteiligungspapierinhaber im Sinne des § 33 Abs. 5 2. Satz wurde nicht gestellt.

Das verfahrensgegenständliche Angebot war gerichtet auf den Erwerb von ##### Stück Stammaktien zu einem Preis von EUR ##### je Stammaktie und ##### Stück Vorzugsaktien zu einem Preis von EUR ##### je Vorzugsaktie.

Die Summe der gebotenen Gegenleistungen beträgt somit EUR #####. 0,001 % der insgesamt gebotenen Gegenleistung betragen ca. EUR #####. Zur Bemessung der Gebühr ist daher die Mindestgebühr i.H.v. EUR 864,-- heranzuziehen.

Nach 4.4. der Gebührenordnung der Wiener Börse AG für das Verfahren vor der Übernahmekommission können auf die Gebühren gemäß Z. 4 auch nicht die Gebühren des dem Nachprüfungsverfahrens vorausgegangenem Pflichtangebotsverfahrens (siehe Mandatsbescheid vom ##### 2000) angerechnet werden.

Nach § 33 Abs. 5 ÜbG iVm 4.2. der Gebührenordnung der Wiener Börse AG für das Verfahren vor der Übernahmekommission hat der Bieter auch Barauslagen, die der Übernahmekommission im Zusammenhang mit einem Verfahren gemäß § 33 ÜbG erwachsen, zu tragen. Da nach § 33 ÜbG die Einleitung des Verfahrens bekannt zu machen ist und diese Bekanntmachung zunächst auf Kosten der Wiener Börse AG erfolgt ist, haben die Bieter auch die Kosten der Veröffentlichung in Höhe von EUR 377,75 zu tragen.

Schließlich wurde unter 2. des Spruches die Gesetzwidrigkeit der Angebotsunterlage festgestellt, weshalb auch über den Eventualantrag nach § 34 Abs. 2 ÜbG abzusprechen war.

Nach 5.1. der Gebührenordnung der Wiener Börse AG ist auch für das Verfahren nach § 34 ÜbG vom betroffenen Beteiligungspapierinhaber, das sind die Bieter, eine Gebühr zu entrichten. Diese Gebühr beträgt grundsätzlich 0,001 Prozent der Summe der im jeweiligen Angebot gebotenen Gegenleistung, jedoch mindestens EUR 864,-- und höchstens EUR 8.640,-- pro Verfahren.

Die Summe der gebotenen Gegenleistungen beträgt EUR #####. 0,001 % der insgesamt gebotenen Gegenleistung betragen ca. EUR #####. Zur Bemessung der Gebühr ist daher die Mindestgebühr i.H.v. EUR 864,-- heranzuziehen.

Da die Damen und Herren A, C, D, E und F in Hinblick auf das verfahrensgegenständliche Angebot als gemeinsam vorgehende Rechtsträger im Sinne des § 23 ÜbG anzusehen sind,

haften diese gemäß 7.1. der Gebührenordnung der Wiener Börse AG für das Verfahren vor der Übernahmekommission für die Entrichtung der Gebühren und Barauslagen solidarisch.

Die Angabe des Endbetrages in Schilling dient gemäß § 29 Abs. 2 Euro-Währungsangabengesetz, BGBl. I Nr. 110/1999, ausschließlich der Information der Bescheidadressaten.

Darüber hinaus halten 4.1., 4.2. und 5.2. jeweils letzter Satz der Gebührenordnung fest, daß die Gebühren und die Barauslagen zehn Bankarbeitstage nach Vorschreibung durch die Übernahmekommission zur Zahlung fällig sind. 7.3. der Gebührenordnung normiert, daß Zahlungen auf das Konto der Wiener Börse AG zu erfolgen haben.

Rechtsmittelbelehrung

Gegen diesen Bescheid ist kein ordentliches Rechtsmittel zulässig.

Hinweis

Gegen diesen Bescheid ist die Beschwerde beim Verfassungsgerichtshof zulässig, wobei diese Beschwerde innerhalb einer Frist von sechs Wochen ab Zustellung des Bescheides erhoben werden muß und durch einen bevollmächtigten Rechtsanwalt einzubringen ist. Spätestens bei Überreichung der Beschwerde ist eine Gebühr von S 2.500,-- zu entrichten.

Wien, den 15. Jänner 2001

Univ. Prof. Dr. Josef Aicher
Für den 2. Senat der Übernahmekommission