



Übernahmekommission **Austrian Takeover Commission**

Wallnerstraße 8, 1010 Wien
p.A. Wiener Börse AG
1014 Wien, Postfach 192
Tel: +43 1 532 2830 – 613
Fax: + 43 1 532 2830 – 650
E-Mail: uebkom@wienerborse.at
www.takeover.at

GZ 2006/3/3 – 42

Der 3. Senat der Übernahmekommission gibt unter dem Vorsitz von Dir. Dr. Winfried Braumann im Beisein der Mitglieder VPräs. d. OGH Dr. Birgit Langer (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 2 ÜbG), RA Dr. Wulf Gordian Hauser (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 3 ÜbG) und RA Dr. Sieglinde Gahleitner (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 4 ÜbG) über Antrag der A-AG folgende

Stellungnahme

zur Berechnung des Mindestpreises gemäß § 26 Abs 1 iVm § 26 Abs 3 ÜbG eines allfälligen Übernahmeangebotes der A-AG an die Aktionäre der B-AG ab:

1. Sachverhalt und Vorbringen

Die B-AG (im Folgenden: auch Zielgesellschaft) ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Wien, deren Aktien im Geregelten Freiverkehr (Standard Market Auction) der Wiener Börse notieren.

Hauptaktionärin [> 25% der Anteile] der B-AG ist die C-GmbH. Weiters halten rund 12 Paketaktionäre insgesamt etwa 50% der Anteile an der B-AG.

Am ##### 2006 teilte die B-AG in einer Ad-hoc-Meldung mit, dass sie für das Geschäftsjahr 2005 ein negatives Jahresergebnis nach Steuern in Höhe von ca EUR ## Mio erwarte. Ursache sei die Neubewertung des Immobilienportfolios. Am ##### 2006 teilte das Unternehmen mit, dass die geplante Veröffentlichung des Jahresergebnisses 2005 verschoben werde.

Am ##### 2006 schlossen die A-AG und die C-GmbH eine Grundsatzvereinbarung über den Erwerb eines Aktienpakets der C-GmbH durch die A-AG. In weiterer Folge beabsichtigt die Bieterin, ein freiwilliges Angebot zur Kontrollerlangung bzw ein Pflichtangebot an die Aktionäre der B-AG zu stellen.

Im (uneingeschränkten) Bestätigungsvermerk des Abschlussprüfers zum Konzernabschluss der B-AG wird darauf hingewiesen, dass Liquiditätsprobleme eines Tochterunternehmens der B-AG zur Fälligkeit von Verbindlichkeiten in Höhe von insgesamt EUR ## Mio.

geführt hätten. Die angesprochenen Verbindlichkeiten seien gestundet worden, um es dem B-AG-Konzern zu ermöglichen, durch den Abverkauf von Vermögenswerten die für die Fortführung der Geschäftstätigkeit erforderlichen Geldmittel zu beschaffen. Bislang seien keine derartigen Verkäufe erfolgt. Der Abschlussprüfer weist außerdem hin, dass für den Fall des Scheiterns des geplanten Einstiegs der A-AG der verbleibende Zeitraum für die Wiederherstellung der Liquidität der B-AG voraussichtlich nicht ausreichen werde; der Fortbestand des Unternehmens sei somit vom Erfolg der Vermögensverwertung durch das besicherte Kreditinstitut bzw vom Abschluss weiterer Stundungsvereinbarungen abhängig.

Mit Bescheid vom ##### 2006 wurde auf Antrag der A-AG vom ##### 2006 die Frist für die Anzeige des Übernahmeangebots durch die A-AG an die Aktionäre der B-AG gemäß § 10 Abs 1 ÜbG bereits um 15 Börsetage auf insgesamt 25 Börsetage verlängert.

Die Bieterin beantragt in diesem Zusammenhang eine Stellungnahme der Übernahmekommission zur Zulässigkeit der Unterschreitung des Mindestpreises gemäß § 26 Abs 1 ÜbG. Es liege eine wesentliche Änderung der Umstände im Sinne von § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG vor, die die Festsetzung eines angemessenen Preises rechtfertige.

Weiters wird vorgebracht, dass der Mindestpreis gemäß § 26 Abs 1 ÜbG nicht maßgeblich sei, da der Erwerb zu Sanierungszwecken erfolge und die Voraussetzungen für eine Ausnahme gemäß § 25 Abs 1 Z 2 ÜbG vorliegen. Ein dennoch gestelltes Angebot sei eben kein Pflichtangebot und unterliege daher auch nicht der Mindestpreisschwelle des § 26 Abs 1 ÜbG.

2. Rechtliche Beurteilung

§ 26 Abs 1 ÜbG sieht beim Pflichtangebot (§ 22 ÜbG) sowie beim freiwilligen Angebot zur Kontrollerlangung für die Preisermittlung grundsätzlich eine doppelte Preisuntergrenze vor. So darf der Angebotspreis einerseits nicht unter der höchsten vom Bieter bzw einem mit ihm gemeinsam vorgehenden Rechtsträger während der letzten zwölf Monate gewährten oder vereinbarten Gegenleistung liegen; ein Paketabschlag ist nach neuer Rechtslage unzulässig. Andererseits muss die gebotene Gegenleistung auch mindestens dem durchschnittlichen Börsenkurs während der letzten sechs Monate vor Bekanntgabe der Angebotsabsicht entsprechen.

§ 26 Abs 3 ÜbG enthält Modifikationen der Grundregel über die Preisbestimmung. Gemäß § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG hat eine angemessene Festsetzung des Angebotspreises zu erfolgen, wenn sich „*die Verhältnisse innerhalb der letzten zwölf Monate wesentlich geändert haben*“. Bei der angemessenen Festlegung ist neben § 26 Abs 1 und 2 auch der Gleichbehandlungsgrundsatz zu beachten.

Die Erläuterungen (ErlRV 1276 BlgNR XX. GP, 45 f) führen zum Tatbestandselement der wesentlichen Veränderung beispielhaft einen „*starken Kursrückgang in jüngster Vergangenheit wegen einer Branchenkrise*“ sowie eine „*plötzlich bekanntgewordene Unternehmenskrise*“ an. Auch wenn einiges dafür spricht, dass die Bestimmung in erster Linie auf die „Invalidierung“ einer Referenztransaktion durch spätere Änderung der maßgeblichen preisbestimmenden Umstände Bezug nimmt, kann sie in Ausnahmefällen grundsätzlich auch ein Abgehen von dem gemäß § 26 Abs 1 ermittelten durchschnittlichen Börsenkurs rechtfertigen. Das hat die ÜbK schon obiter in GZ 2001/2/3-395 (unter 4. A I) festgehalten.

Die doppelte Preisuntergrenze im ÜbG gewährleistet, dass einerseits die subjektive Bewertung durch den Bieter und andererseits die objektive Marktbewertung in dem zu bietenden Mindestpreis abgebildet werden. Eine wesentliche Veränderung der Verhältnisse wirkt sich auf die Richtigkeit bzw Aktualität beider Bewertungen aus, sodass auch ein über einen längeren Zeitraum gewonnener Durchschnittskurs gleich wie eine vorangegangene Referenztransaktion invalidiert werden kann. Voraussetzung dafür ist, dass die wesentliche Änderung der Verhältnisse innerhalb des Referenzzeitraums von sechs Monaten bekannt wurde und die Marktteilnehmer daher einem (Groß-)Teil der maßgeblichen historischen Kursbildungen Informationen zugrunde legten, die nicht mehr länger zutreffen. Der gemäß § 26 Abs 1 ÜbG ermittelte Durchschnittskurs wäre demnach zB dann nicht repräsentativ, wenn für die Gesellschaft nachteilige Entwicklungen innerhalb des Durchrechnungszeitraumes bekannt werden und unmittelbar nach diesem Ereignis eine wesentlich niedrigere Bewertung vorgenommen wird; in der Praxis werden solche Veränderungen regelmäßig auch mit Zurückstufungen durch Analysten Hand in Hand gehen.

Die Bestimmung des Angebotspreises stellt den wirtschaftlichen Kern der Gleichbehandlung (vgl *Huber/Löber*, ÜbG § 26 Rz 1) sowie des Schutzes der Aktionäre bei einem Kontrollwechsel (§ 3 Z 1a) dar. Schon daraus ergibt sich, dass bei Anwendung von § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG ein besonders strenger Maßstab anzulegen ist. Eine angemessene Festlegung des Angebotspreises unterhalb des gemäß § 26 Abs 1 letzter Satz maßgeblichen Wertes ist daher jedenfalls nur dann zulässig, wenn die historische Marktbewertung nach Veränderung der preisrelevanten wirtschaftlichen Faktoren eindeutig außerhalb der nunmehr angemessenen Bandbreite liegen würde; dies muss anhand von objektiven Kriterien nachprüfbar sein. Hier kommt insbesondere eine gutachterliche Bewertung des Unternehmens in Betracht. Die später bekannt gewordenen Tatsachen müssen zudem die Marktbewertung nachhaltig und gravierend – und nicht bloß vorübergehend – beeinflussen; die Änderung muss sich daher – unter Berücksichtigung der historischen Volatilität des Aktienkurses – deutlich außerhalb üblicher Kursbewegungen im Aktienkurs niederschlagen.

Da die angemessene Festlegung des Angebotspreises die Relevanz der sonst maßgeblichen Preisuntergrenzen keineswegs gänzlich beseitigt (vgl den Verweis auf Abs 1 und Abs 2 in § 26 Abs 3 2. Satz), muss die Reaktion des Marktes *nach* Bekanntwerden der relevanten Veränderungen mitberücksichtigt werden; die auf Basis der neuen Informationslage erfolgten Kursbildungen bleiben daher grundsätzlich relevant.

Weiters müssen bei der Ermittlung des Angebotspreises schon aufgrund des Gleichbehandlungsgebots in jedem Fall jene Referenztransaktionen des Bieters voll berücksichtigt werden, die nach der Änderung der Verhältnisse iSd § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG getätigt wurden.

Die von den Antragstellern (alternativ) vorgebrachte Rechtsansicht, ein öffentliches Angebot unterliege schon deshalb nicht den Preisbildungsvorschriften gemäß § 26 ÜbG, weil die wirtschaftliche Situation der Zielgesellschaft auch eine gemäß § 25 Abs 1 Z 2 privilegierte Kontrollerlangung ermöglichen würde und ein dennoch gestelltes Angebot eben nicht als Pflichtangebot zu qualifizieren sei, vermag nicht zu überzeugen. Die Privilegierung des Kontrollerwerbs zu Sanierungszwecken soll an sich sinnvolle Sanierungen ermöglichen, ohne dass der sanierungswillige „Bieter“ durch den mit einem Pflichtangebot verbundenen Liquiditätsbedarf zusätzlich belastet wird. Bereits in den Erläuterungen (ErlRV 1276 BlgNR XX. GP, 43) wird in diesem Zusammenhang jedoch auch auf § 26 Abs 3 Z 3 verwiesen. Wie sich aus § 25 Abs 2 ergibt, führt keineswegs jeder Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung zu Sanierungszwecken auch tatsächlich zu einer Befreiung von der Angebotspflicht. Damit trägt der Gesetzgeber der Tatsache Rechnung, dass trotz Vorliegens der Voraussetzungen gemäß § 25 Abs 1 Z 2 die Vermögensinteressen der Aktionäre, insbesondere bei drohender Verletzung des Gleichbehandlungsgebots, auch im Rahmen von Sanierungen gefährdet sein können (vgl nunmehr ErlRV 1334 BlgNR XXII. GP).

Die von den Antragstellern dargestellte Vorgangsweise (Ausnahme von der Angebotspflicht gefolgt von einem freiwilligen Angebot nach dem 2. Teil des ÜbG) scheint insbesondere die Gleichbehandlung der Aktionäre nicht angemessen sicherzustellen. So ist die Gleichbehandlung in Hinblick auf den Angebotspreis beim „freiwilligen Angebot“ grundsätzlich erst ab Bekanntgabe der Angebotsabsicht gewährleistet. Höhere Gegenleistungen an einzelne Aktionäre im Vorfeld der Veröffentlichung bleiben grundsätzlich unberücksichtigt. Zudem kann die beim freiwilligen Angebot grundsätzlich bestehende Freiheit hinsichtlich der Preisbestimmung gerade während einer Unternehmenskrise problematisch sein. Während der Angebotspreis bei einem Übernahmeangebot nach §§ 4ff ÜbG sonst regelmäßig anhand der Kursentwicklung (relativ) verlässlich beurteilt werden kann, sind Krisensituationen oft von einer erheblichen Marktengung begleitet, die nicht selten zu wenig aussagekräftigen Kursbildungen führt. Auch schafft die (für die Gewährung der

Sanierungsausnahme regelmäßig nachzuweisende) Gefährdung der Werthaltigkeit des Investments eine zusätzliche Drucksituation. Aus diesen Überlegungen scheint die Stellung eines freiwilligen Angebots im Anschluss an die Gewährung einer Sanierungsausnahme gemäß § 25 Abs 1 Z 2 ÜbG insofern unzulässig, als in diesen Fällen regelmäßig die Voraussetzungen für die Anordnung eines Pflichtangebots gemäß § 25 Abs 2 gegeben sein werden. Ein Größenschluss, der von der Minderung des Angebotspreises als „gelinderes Mittel“ im Vergleich zur Privilegierung gemäß § 25 ausgeht, scheidet daher jedenfalls insoweit aus, als durch ein (dennoch) gestelltes Angebot die Grundsätze des ÜbG verletzt werden könnten.

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 vorgelegten Informationen ausgegangen ist.

Wien, den 14. Juni 2006

Dr. Winfried Braumann
Für den 3. Senat der Übernahmekommission