



[redaktionell bearbeitet]

[...]

**GZ 2022/3/2-11**  
**(S IMMO)**

Der 3. Senat der Übernahmekommission gibt unter dem Vorsitz von Dr. Winfried Braumann im Beisein der Mitglieder Präsidentin des HG Wien Dr. Maria Wittman-Tiwald (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 2 ÜbG), Dr. Rosemarie Schön (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 3 ÜbG) und Mag. Ulrike Ginner (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 4 ÜbG) auf Antrag gemäß § 29 Abs 1 ÜbG der CPI Property Group S.A. vom [...] folgende

### **STELLUNGNAHME**

ab:

- (1) Aufgrund der vorgebrachten Beteiligungsstruktur ist eine teleologische Reduktion der Ausnahme gem § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG nicht zulässig. Eine gesicherte übernahmerechtlich relevante Einflussnahme ist aufgrund der vorgebrachten Beteiligungs- und Stimmverhältnisse nicht in zuverlässiger und dauerhafter Weise abgesichert.**
- (2) CPI Property Group S.A. unterliegt keiner Sperrfrist gemäß § 21 Abs 1 ÜbG aufgrund des Verfahrens zur GZ 2021/3/1 [S IMMO].**
- (3) Im vorliegend vorgebrachten Sachverhalt ist es mit den allgemeinen Grundsätzen für öffentliche Übernahmeangebote im Einklang, die Absichtsbekanntgabe gemäß § 5 Abs 3 ÜbG im Zeitpunkt des Aktionärsverlangens gemäß § 105 Abs 3 AktG bzw der Anmeldung der fusionskontrollrechtlichen Freigaben vorzunehmen.**
- (4) Die Sperrfrist gemäß § 21 Abs 2 ÜbG ist in diesem Fall teleologisch zu reduzieren, weil die potentielle Bieterin aus rechtlichen Gründen nicht in der Lage ist, binnen der Frist von 40 Börsetagen einen die Angebotspflicht auslösenden Kontrollerwerb zu vollziehen; dem Gesetzeszweck wird durch ein Angebot nach vollzogenem Kontrollerwerb entsprochen. Sofern die für das Pflichtangebot entscheidenden Parameter bereits in der Absichtsbekanntgabe und damit vor der Aktionärsentscheidung über die allfällige Aufhebung des Höchststimmrechts offengelegt werden, ist die teleologische Reduktion der Sperrfrist im vorliegenden Fall sachlich gerechtfertigt.**

**(5) Die Sperrfrist gemäß § 21 Abs 2 ÜbG beginnt in diesem Fall 40 Börsetage nach dem Tag, an dem die kontrollierende Beteiligung einen beherrschenden Einfluss vermittelt. Dies ist im vorliegenden Fall der Tag der Firmenbucheintragung der Aufhebung des Höchststimmrechts.**

## Inhaltsverzeichnis

A. ALLGEMEINES .....	4
B. SACHVORBRINGEN .....	4
C. RECHTSVORBRINGEN.....	5
<b>I. Kartellrecht /Fusionskontrollverfahren .....</b>	<b>5</b>
<b>II. Mögliche Angebotsstruktur .....</b>	<b>7</b>
<b>III. Kontrollerlangung trotz Höchststimmrechts .....</b>	<b>9</b>
D. ANTRAG .....	11
E. SACHVERHALT.....	13
F. RECHTLICHE BEURTEILUNG .....	13
<b>I. Überblick.....</b>	<b>13</b>
<b>II. Beherrschender Einfluss trotz Höchststimmrechts?.....</b>	<b>13</b>
a. Vorbemerkung.....	13
b. Einschränkung der Ausnahme gem § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG.....	14
c. Übliche Hauptversammlungspräsenz.....	17
d. Anwendung auf den vorgebrachten Sachverhalt .....	19
<b>III. Angebotsstrukturierung.....</b>	<b>26</b>
a. Vorbemerkung.....	26
b. Zusammenschlusskontrolle - Durchführungsverbot.....	27
c. Aufhebung des Höchststimmrechts - Zeitpunkt der Kontrollerlangung .....	29
i. Grundlegendes.....	29
ii. Zeitpunkt der Angebotspflicht .....	29
d. Angebotsgestaltung – teleologische Reduktion der Sperrfrist.....	31
i. Überblick.....	31
ii. Bisherige Rsp der ÜbK .....	32
iii. Ansicht des Senats .....	33
<b>IV. Weitere Themen .....</b>	<b>36</b>
a. Variabler Angebotspreis.....	36
b. Bestehende Sperrfrist aufgrund des gescheiterten Angebots (GZ 2021/3/1) .....	38
G. UNVERBINDLICHKEIT DER STELLUNGNAHME.....	39

## A. ALLGEMEINES

1. S IMMO AG ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Wien und der Geschäftsanschrift Friedrichstraße 10, 1010 Wien, eingetragen im Firmenbuch des Handelsgericht Wien zu FN 58358 x („S IMMO“ oder „Zielgesellschaft“). Das Grundkapital der S IMMO beträgt derzeit EUR 267.457.923,62 und ist in 73.608.896 Stück auf den Inhaber lautende Stückaktien (Stammaktien) ohne Nennwert zerlegt. Die Aktien der S IMMO sind zu ISIN AT0000652250 zum Amtlichen Handel an der Wiener Börse im Marktsegment "Prime Market" zugelassen. Gemäß § 2 Übernahmegesetz („ÜbG“) unterliegen diese daher dem Vollenwendungsbereich des ÜbG.
2. § 13 Abs 3 der Satzung der S IMMO lautet: *„Das Stimmrecht jedes Aktionärs in der Hauptversammlung ist jedoch mit 15 % (fünfzehn Prozent) der ausgegebenen Aktien beschränkt. Hierbei sind die Aktien von Unternehmen, die miteinander einen Konzern im Sinne des § 15 AktG bilden, zusammenzurechnen, ebenso die Aktien, die von Dritter für Rechnung des betreffenden Aktionärs oder eines mit ihm konzernmäßig verbundenen Unternehmens gehalten werden. Zusammenzurechnen sind weiters Aktienbestände von Aktionären, die bei Ausübung der Stimmrechte aufgrund eines Vertrags oder aufgrund abgestimmten Verhaltens gemeinsam vorgehen.“*

## B. SACHVORBRINGEN

3. CPI Property Group S.A. ist eine Aktiengesellschaft (*société anonyme*) mit Sitz in Luxemburg und der Geschäftsanschrift 40, rue de la Vallée, L-2661 Luxembourg, eingetragen im Registre de Commerce et des Sociétés Luxemburg unter B102254 („CPI“ oder „Antragstellerin“).
4. CPI halte 75.876.990 Aktien der IMMOFINANZ AG mit Sitz in Wien und der Geschäftsanschrift Wienerbergstraße 9, 1100 Wien, eingetragen im Firmenbuch des Handelsgericht Wien zu FN 114425y („IMMOFINANZ“), entsprechend einer Beteiligung von ca 54,88 %. CPI halte somit eine kontrollierende Beteiligung an der IMMOFINANZ, die auch einen beherrschenden Einfluss über IMMOFINANZ vermittele. CPI und IMMOFINANZ seien daher in Bezug auf S IMMO gemeinsam vorgehende Rechtsträger (§ 1 Z 6 ÜbG).
5. IMMOFINANZ halte derzeit (direkt) 19.499.437 Aktien der S IMMO, entsprechend einer Beteiligung am Grundkapital der S IMMO in Höhe von 26,49 %.
6. CPI halte direkt insgesamt 11.818.668 Aktien der S IMMO, entsprechend einer Beteiligung am Grundkapital der S IMMO in Höhe von 16,06 %.

7. CPI halte somit direkt und indirekt insgesamt 31.318.105 auf den Inhaber lautende Stückaktien (Stammaktien) ohne Nennwert an S IMMO. Dies entspricht einer Beteiligung am Grundkapital der S IMMO in Höhe von (insgesamt) ca 42,55 %.

## C. RECHTSVORBRINGEN

8. Zum Zeitpunkt des Antrags ([...]) (i) habe der Verwaltungsrat der Antragstellerin keine Entscheidung getroffen, ein Angebot an die Aktionäre der S IMMO zu stellen; und (ii) seien nach Kenntnis der Antragstellerin keine Tatsachen eingetreten, die sie zur Stellung eines Angebots an die Aktionäre der S IMMO verpflichten.
9. Die Antragstellerin prüfe aber naturgemäß in Hinblick auf ihre (formal kontrollierende) Beteiligung an S IMMO alle denkbaren zukünftigen Szenarien, wozu insbesondere auch die Möglichkeit eines Angebots an die Beteiligungspapierinhaber von S IMMO zähle.
10. Kernpunkte dieser Prüfung seien aus Sicht der Antragstellerin (i) eine mögliche Strukturierung eines allfälligen solchen Angebots, insbesondere im Zusammenhang mit den notwendigen fusionskontrollrechtlichen Freigabeerfordernissen und einer Abschaffung des Höchststimmrechts; und (ii) die Frage, ob und unter welchen Bedingungen ungeachtet § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG – trotz Fortbestand des Höchststimmrechts – eine Angebotspflicht für die Antragstellerin ausgelöst werden könne.

## I. Kartellrecht /Fusionskontrollverfahren

11. Die mögliche Strukturierung stehe in einem Spannungsverhältnis zur gesetzlich zwingenden Fusionskontrolle. Konkret beschränken die fusionskontrollrechtlichen Bestimmungen die Möglichkeiten der Antragstellerin wie folgt:
12. Zum einen verbiete für Österreich § 17 Abs 1 KartG 2005 die Durchführung eines anmeldebedürftigen Zusammenschlusses vor dessen Genehmigung (**fusionskontrollrechtliches Durchführungsverbot**). Inhaltlich vergleichbare Regelungen enthalten die EU-Fusionskontrollverordnung und die meisten nationalen Rechtsordnungen, in denen der Erwerb alleiniger Kontrolle (im Sinne der anwendbaren wettbewerbsrechtlichen Vorschriften, insbesondere in Folge Abschaffung des Höchststimmrechts) der Antragstellerin über S IMMO der vorherigen fusionskontrollrechtlichen Freigabe bedürfe, insbesondere jene in Deutschland, Rumänien, Serbien, der Slowakei und Ungarn.
13. Darüber hinaus werde vertreten, dass ein Verstoß gegen das fusionskontrollrechtliche Durchführungsverbot bereits dann vorliege, wenn Teilakte eines Vorhabens umgesetzt werden, die für sich betrachtet zwar noch nicht ausreichen, um einen

Zusammenschlusstatbestand zu erfüllen, die aber – bildlich gesprochen – „Schritte auf dem Weg zum noch nicht freigegebenen Zusammenschluss“ darstellen. Im vorliegenden Sachverhalt zähle dazu insbesondere schon eine mögliche Beschlussfassung über die Abschaffung des Höchststimmrechts. Jedenfalls sei der fusionskontrollrechtliche Zusammenschlusstatbestand aber mit Eintragung der geänderten Satzung von S IMMO im Firmenbuch verwirklicht.

14. Ein allfälliger Verstoß gegen das fusionskontrollrechtliche Durchführungsverbot stelle einen Rechtsverstoß dar. Weiters würden neben der (schwebenden) Unwirksamkeit des Zusammenschlusses hohe Geldbußen drohen. Spätestens im Zeitpunkt der Anmeldung eines gefassten Beschlusses zur Eintragung der geänderten Satzung von S IMMO im Firmenbuch müssten sämtliche fusionskontrollrechtlichen Freigaben für den Erwerb alleiniger Kontrolle (im Sinne der anwendbaren wettbewerbsrechtlichen Vorschriften, insbesondere in Folge Abschaffung des Höchststimmrechts) der Antragstellerin über S IMMO vorliegen.
15. Das KartG 2005 sehe für die denkbaren Strukturierungsvarianten keine Ausnahme vom fusionskontrollrechtlichen Durchführungsverbot vor. Vielmehr liege ein Verstoß gegen das fusionskontrollrechtliche Durchführungsverbot bereits ab dem Zeitpunkt der Möglichkeit wirtschaftlicher Einflussnahme des Erwerbers vor. Auf den Zeitpunkt der tatsächlichen Einflussnahme komme es nicht an. Dasselbe gelte auch für die Fusionskontrollregime in Deutschland, Serbien und der Slowakei. Lediglich in Rumänien und Ungarn würden die anwendbaren Rechtsvorschriften Ausnahmestimmungen vorsehen, die im vorliegenden Sachverhalt anwendbar sein könnten, zumal die anwendbaren Rechtsvorschriften auf eine tatsächliche Ausübung der kontrollrelevanten Stimmrechte abstellen. Selbst in Hinblick auf Rumänien und Ungarn könne das Risiko eines Verstoßes gegen das fusionskontrollrechtliche Durchführungsverbot für die dargelegte Struktur aus heutiger Sicht allerdings nicht ausgeschlossen werden.
16. Das zwingend notwendige Fusionskontrollverfahren müsste daher dem Übernahmeverfahren grundsätzlich vorgeschaltet werden. Dies sei jedoch aufgrund der Veröffentlichungspflichten im Rahmen des Fusionskontrollverfahrens kaum praktikabel. Unverzüglich nach Einlangen einer fusionskontrollrechtlichen Anmeldung habe die österreichische Bundeswettbewerbsbehörde die **Transaktion** (samt Nennung der Beteiligten und kurzer Beschreibung der Art der Transaktion) nämlich gemäß § 10 Abs 3 KartG 2005 iVm § 10b Abs 3 WettbG auf ihrer Website **bekannt zu machen**.
17. Die Antragstellerin habe die Sorge, dass Marktteilnehmer in diesem Fall umgehend auf das Bekanntwerden der Transaktion reagieren – was aus Sicht der Antragstellerin zu Spekulationen und Gerüchten sowie Marktverzerrungen führen könnte. Die Antragstellerin habe naturgemäß auch ein Interesse daran, dass die Preisuntergrenze des § 26 Abs 1 Satz 3 ÜbG nicht durch Spekulationen von Marktteilnehmern künstlich

beeinflusst werde. Aus Sicht der Antragstellerin stünde eine solche Situation auch in Widerspruch zu den allgemeinen Grundsätzen des Übernahmerechts, insbesondere jenen gemäß § 3 Z 1, 2 und 4 ÜbG.

18. Vor diesem Hintergrund ersucht die Antragstellerin die Übernahmekommission um Stellungnahme zur nachstehend näher erläuterten möglichen Strukturierungsüberlegung.

## II. Mögliche Angebotsstruktur

19. Gemäß § 22 Abs 1 ÜbG entstehe die Angebotspflicht mit „Erlangen“ einer (unmittelbaren oder mittelbaren) kontrollierenden Beteiligung. Erlangen bedeute nach hM die Möglichkeit, über die mit Aktien verbundenen Stimmrechte zu verfügen.
20. Ausgehend davon, dass im Zeitpunkt der Antragstellung aufgrund von § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG keine Angebotspflicht der Antragstellerin in Bezug auf S IMMO bestehe, würde eine Aufhebung des Höchststimmrechts zu einer Angebotspflicht führen. Relevanter Zeitpunkt könnte einerseits der Tag der Beschlussfassung der Hauptversammlung von S IMMO sein, alternativ – insbesondere in Hinblick auf § 148 Abs 3 AktG – der Tag der Eintragung der geänderten Satzung im Firmenbuch. Die Antragstellerin teile zweiteilige Rechtsansicht zwar nicht vorbehaltlos, weil damit letztlich der Zielgesellschaft (und nicht deren Aktionären) entscheidende Möglichkeiten eingeräumt werden zu beeinflussen, ob und wann allenfalls eine Angebotspflicht eintrete, lege sie aber den nachstehend dargestellten Strukturierungsüberlegungen zu Grunde.
21. In der übernahmerechtlichen Lit setze sich *va Winner* mit Fällen auseinander, in denen es „geradezu unmöglich“ sei, innerhalb der Frist von 40 Börsetagen ab Bekanntmachung der Absicht, Tatsachen herbeizuführen, die zur Stellung eines Angebots verpflichten, ein Angebot zu stellen (§ 21 Abs 2 ÜbG). Er führe beispielhaft Fälle an, in denen die Einberufung einer Hauptversammlung der Zielgesellschaft erforderlich sei.
22. *Winner* trete dafür ein, in derartigen Fällen § 21 ÜbG zweifach teleologisch zu reduzieren: „Ist die Erfüllung der Pflicht nach § 21 aus rechtlichen Gründen, wie zB wegen des Erfordernisses der Einberufung einer Hauptversammlung oder Ähnlichem, nicht möglich, kommt die Frist nicht zur Anwendung; vielmehr löst erst die Kontrollenerlangung die Angebotspflicht und die Frist von 20 Börsetagen für die Anzeige an die ÜBK aus.“ Für den Fall, dass aus der Absichtsbekanntmachung klar erkennbar sei, dass die Stellung des Angebots von einer vorher zu erfüllenden Bedingung abhängig gemacht werden solle, solle die Frist von 40 Börsetagen des § 21 ÜbG erst mit Eintritt der Bedingung zu laufen beginnen. Als *ultima ratio* verbleibe die Verkürzung der Sperrfrist gemäß § 21 Abs 4 ÜbG.

23. Diese Wertungen seien auf den vorliegenden Sachverhalt übertragbar. Wie oben dargelegt, bedürfe (spätestens) die Firmenbucheintragung einer Satzungsänderung nach Beschlussfassung über die Aufhebung des Höchststimmrechts der vorherigen fusionskontrollrechtlichen Freigabe durch die zuständigen Wettbewerbsbehörden in Österreich, Deutschland, Serbien und der Slowakei, deren Rechtsordnungen für den gegenständlichen Sachverhalt keine Ausnahmen vom fusionskontrollrechtlichen Durchführungsverbot vorsehen. Die Antragstellerin gehe für diese Jurisdiktionen selbst bei unverzüglicher Einbringung der erforderlichen Anmeldungen und gehöriger Fortsetzung des Verfahrens durch die Antragstellerin von einer Verfahrensdauer von zumindest zwei Monaten für die Einholung dieser Freigabeentscheidungen aus.
24. Im Zeitpunkt der Einbringung der fusionskontrollrechtlichen Anmeldungen bei den zuständigen nationalen Wettbewerbsbehörden werde das mögliche Vorhaben öffentlich. Um Verzerrungen des Börsenkurses, mögliche Kursbewegungen und Spekulationen sowie Gerüchte über ein mögliches Angebot hintanzuhalten, sei aus Sicht der Antragstellerin in diesem Zeitpunkt eine öffentliche Bekanntmachung der Absichten der Bieterin gemäß § 5 Abs 3 ÜbG geboten. Gleiches gelte für den Fall, dass und in dem Zeitpunkt, in dem ein Beschlussvorschlag auf Aufhebung des Höchststimmrechts von der Antragstellerin erstattet und ein Verlangen auf Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung der S IMMO gestellt würde.
25. Die Antragstellerin sei sich der Bedeutung des Beschleunigungsgrundsatzes (§ 3 Z 5 ÜbG) bewusst und würde alle zumutbaren Bemühungen unternehmen, die notwendigen fusionskontrollrechtlichen Freigaben ehestmöglich zu erlangen. Angemerkt sei aber auch, dass insbesondere der Zeitpunkt der Einberufung einer Hauptversammlung zur Beschlussfassung über die Aufhebung des Höchststimmrechts sowie die erforderliche Anmeldung eines gefassten Beschlusses zur Eintragung im Firmenbuch letztlich von der Zielgesellschaft gesteuert werden, sodass diese einen erheblichen Beitrag leisten könne, ob und inwieweit es zu einer Beeinträchtigung ihrer Geschäftstätigkeit komme.
26. Letztlich sei aus Sicht der Antragstellerin für die dargelegte Struktur – sowohl unter dem Gesichtspunkt des Beschleunigungsgrundsatzes als auch unter dem Gesichtspunkt der Transaktionssicherheit – ins Treffen zu führen, dass aus heutiger Sicht nicht absehbar sei, dass das Angebot allfälligen Bedingungen unterläge.
27. Sollte die Übernahmekommission der Ansicht sein, dass eine teleologische Reduktion der Sperrfrist im vorliegenden Sachverhalt nicht trage, sei aus Sicht der Antragstellerin eine Verkürzung der Sperrfrist gemäß § 21 Abs 4 ÜbG geboten: zum einen würde im Falle einer Verkürzung der Sperrfrist und der dadurch ermöglichten Angebotslegung durch die Antragstellerin den Beteiligungspapierinhabern von S IMMO eine Veräußerung ihrer Aktien im Fall einer Abschaffung des Höchststimmrechts ermöglicht. Dabei sei durch die Transparenz der vorgeschlagenen Strukturierung sichergestellt, dass alle Aktionäre der Zielgesellschaft von Beginn an über hinreichende

Informationen verfügen, um insbesondere **bereits im Zeitpunkt der Beschlussfassung über die Abschaffung des Höchststimmrechts in voller Kenntnis** der Sachlage handeln und entscheiden zu können. Auch eine Gleichbehandlung aller Beteiligungspapierinhaber der Zielgesellschaft sei sichergestellt. Entgegen in der Vergangenheit in Bezug auf S IMMO verwendeten Strukturen sei im vorliegenden Fall weiters gesichert, dass es nicht zu einem Scheitern des Angebots kommen könne, obwohl zuvor ein Beschluss auf Abschaffung des Höchststimmrechts gefasst worden sei.

28. Außerdem könne der „Schwebezustand“, der nach Bekanntgabe einer Angebotsabsicht eintrete, bis klar ist, ob es zu einer Aufhebung der Sperrfrist und somit zu einer Angebotslegung komme, die die Zielgesellschaft mehr beeinträchtigen, als eine Aufhebung der Sperrfrist. Darüber hinaus könnte angesichts des Umstands, dass im Angebot aus heutiger Sicht keine weiteren Bedingungen zu erwarten seien, in Abstimmung mit der Übernahmekommission bei der Festlegung der Annahmefrist (§ 19 Abs 1 ÜbG) angemessen darauf Bedacht genommen werden, die Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft nicht übermäßig lange zu beeinträchtigen.

### III. Kontrollerlangung trotz Höchststimmrechts

29. Gemäß § 24 Abs 1 ÜbG bestehe keine Angebotspflicht, wenn die Beteiligung an einer Zielgesellschaft im Sinn von §§ 22 bis 22b ÜbG keinen beherrschenden Einfluss auf diese vermitteln könne oder wenn der Rechtsträger, der diesen Einfluss bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise letztlich ausüben kann, nicht wechsele. Gemäß § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG vermittele eine Beteiligung an einer Zielgesellschaft insbesondere dann keinen beherrschenden Einfluss, wenn die Ausübung der Stimmrechte aufgrund eines satzungsmäßigen Höchststimmrechts (§ 12 Abs 2 AktG) auf höchstens 30 % beschränkt sei.

30. In der Lit werde vertreten, dass § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG in gewissen Konstellationen einschränkend auszulegen bzw teleologisch zu reduzieren sei. Hinsichtlich der genauen Auslegung herrsche Uneinigkeit.

31. In den Mat heiße es: *„Z 3 betrifft schließlich den Fall, dass ein Höchststimmrecht besteht, das dem Beteiligten die Ausübung von ausreichend Stimmrechten für die Beherrschung nicht ermöglicht“.*

32. In ihrer Stellungnahme vom 25.6.2019, GZ 2019/3/1 (S IMMO) habe die ÜbK obiter angemerkt, dass dem 3. Senat in bestimmten Sonderfällen eine Ausnahme von der Angebotspflicht nach § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG nicht gerechtfertigt erscheine. Zu denken sei an Fälle, *„in denen kein Aktionär über gleich viele Stimmrechte verfügen könnte (Winner, ÖJZ 2006, 665), aber auch an solche, in denen ein Kernaktionär aufgrund der*

*üblichen Hauptversammlungspräsenz alleine eine entsprechende Kapitalmehrheit erreichen könnte“ (GZ 2019/3/1 [S IMMO]). Da das nicht Gegenstand der damaligen Stellungnahme gewesen sei, habe sich die ÜbK nicht näher mit derartigen Sonderfällen auseinandergesetzt.*

33. Weiters habe die ÜbK in dieser Stellungnahme ua angemerkt, dass die Ausnahme des § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG aus der Systematik des § 24 ÜbG nur gerechtfertigt erscheine, solange keine faktische Kontrolle über die entsprechende Beteiligung ausgeübt werden könne. Allerdings sei auch nicht Gegenstand des damaligen Verfahrens gewesen, wann genau eine solche „faktische Kontrolle“ in Bezug auf S IMMO vorliege.
34. Aus Sicht der Antragstellerin sei eine Ausnahme von der Angebotspflicht gemäß § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG nicht länger gerechtfertigt, wenn ein Kernaktionär – trotz Höchststimmrechts – aufgrund der üblichen Hauptversammlungspräsenz (i) die einfache Stimmenmehrheit; **oder** (ii) eine Kapitalmehrheit von 75 % +1 Aktie erlange.
35. Aus Sicht der Antragstellerin sei die übliche Hauptversammlungspräsenz zu diesem Zweck wie folgt zu ermitteln:
- (i) Zielsetzung sei, die Einflussmöglichkeiten des Kernaktionärs festzustellen. In der Erhebung solle daher die (wahrscheinliche) Präsenz von dem Kernaktionär gegenüberstehenden Aktionären (andere Paketaktionäre, Streubesitz) ermittelt werden;
  - (ii) die Daten der Aktionärspräsenzen (ie Anzahl der anwesenden bzw vertretenen Aktien) historischer Hauptversammlungen seien den in der Urkundensammlung des Firmenbuchs offengelegten Hauptversammlungsniederschriften zu entnehmen; eine unterschiedliche Gewichtung (Berücksichtigung) von Anwesenheiten in ordentlichen und außerordentlichen Hauptversammlungen erfolge nicht; wenn möglich, sei auf die letzten drei Hauptversammlungen abzustellen;
  - (iii) eigene Aktien, die gemäß § 65 Abs 5 AktG kein Stimmrecht vermitteln, seien von der Gesamtzahl der möglichen vertretenen Aktien in Abzug zu bringen; aufgrund des Wortlauts von § 13 Abs 3 der Satzung von S IMMO gelten für Zwecke der Berechnung der 15 %-igen Beschränkung eigene Aktien aber als „ausgegeben“;
  - (iv) als „Streubesitz“ können Aktionäre angesehen werden, deren Aktienbesitz weniger als 4 % aller ausgegebenen Aktien betrage; als „Paketaktionär“ hingegen sei zu werten, wessen Aktienbesitz zumindest 4 % betrage. Dabei könne jeweils auf die gemäß den Bestimmungen des BörseG veröffentlichten Stimmrechtsmitteilungen abgestellt werden;

- (v) sofern keine objektiv nachvollziehbaren Anhaltspunkte dagegen bekannt seien (zB Abverkauf von Paketen in den Streubesitz), sei anzunehmen, dass vom Kernaktionär verschiedene Paketaktionäre jeweils mit ihrem gesamten Aktienbestand anwesend sein werden; und
- (vi) es sei davon auszugehen, dass mit zunehmender Konzentration der Aktien auf einen Kernaktionär die Anwesenheit des Streubesitzes tendenziell abnehme.

#### **D. ANTRAG**

36. Vor diesem Hintergrund stellte die Antragstellerin den Antrag, die Übernahmekommission möge folgende Stellungnahme abgeben:

- a. Es steht (entsprechende Absichten und interne Beschlüsse der Antragstellerin vorausgesetzt) mit dem ÜbG in Einklang, im Zeitpunkt der Veröffentlichung der Einberufung einer Hauptversammlung gemäß § 105 Abs 1 AktG oder eines Verlangens gemäß § 105 Abs 3 AktG auf Einberufung einer außerordentlichen Hauptversammlung der S IMMO zur Beschlussfassung über die – allenfalls mit Erlangung der erforderlichen fusionskontrollbehördlichen Freigaben aufschiebend bedingte – Aufhebung des Höchststimmrechts von 15 % gemäß § 13 Abs 3 der Satzung von S IMMO eine Bekanntmachung gemäß § 5 Abs 3 ÜbG dahingehend zu veröffentlichen, dass die Firmenbucheintragung der geänderten Satzung im Fall des Erreichens der für eine Satzungsänderung erforderlichen Mehrheit bei der Beschlussfassung in dieser Hauptversammlung die Angebotspflicht gemäß § 22 ÜbG für die Antragstellerin auslöst und die Antragstellerin beabsichtigt, diesfalls unverzüglich, jedenfalls aber innerhalb von 20 Börsetagen ab Eintragung der Satzungsänderung im Firmenbuch ein Angebot für alle Beteiligungspapiere der S IMMO (Pflichtangebot) anzuzeigen.
- b. Weiters steht es mit dem ÜbG in Einklang, in der Absichtsbekanntgabe gemäß lit (a) vorstehend einerseits den durchschnittlichen nach den jeweiligen Handelsvolumina gewichteten Börsenkurs der Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft während der letzten sechs Monate vor dem Tag dieser Absichtsbekanntgabe und andererseits den Preis allfälliger relevanter Vorerwerbe als gesetzlichen Mindestpreis des Pflichtangebots anzuführen. Es steht der Bieterin frei, in der Absichtsbekanntgabe gemäß lit (a) vorstehend darüber hinaus in Aussicht zu stellen, dass der Preis des Pflichtangebots jedoch im Fall einer erfolgreichen Aufhebung des Höchststimmrechts – stets unter Einhaltung beider Preisuntergrenzen gemäß § 26 Abs 1 ÜbG – höher festgelegt werden könnte, um den Angebotsadressaten eine attraktive Ausstiegsmöglichkeit zu bieten. Eine ziffernmäßige Festlegung des finalen Angebotspreises bereits in der Absichtsbekanntgabe ist nicht erforderlich.

Verhandlungen der Bieterin mit der Zielgesellschaft, einschließlich aber nicht beschränkt darauf über den Preis des Angebots sind zulässig.

- c. Ist aus der Absichtsbekanntgabe gemäß lit (a) vorstehend klar erkennbar, dass die Stellung des Pflichtangebots unverzüglich und jedenfalls fristgerecht erfolgt, sobald die in Folge Beschlussfassung über die Aufhebung des Höchststimmrechts geänderte Satzung von S IMMO im Firmenbuch eingetragen wurde, beginnt die Frist von 40 Börsetagen gemäß § 21 Abs 2 ÜbG – ebenso wie die Frist von 20 Börsetagen gemäß § 22 Abs 1 ÜbG – erst mit dem Tag dieser Firmenbucheintragung zu laufen.
- d. *in eventu* zu (c): Erfolgt die Anzeige eines angekündigten Pflichtangebots nicht binnen 40 Börsetagen nach Veröffentlichung der Absichtsbekanntgabe gemäß lit (a) vorstehend, darf die Bieterin sowie alle mit ihr gemeinsam vorgehenden Rechtsträger (§ 1 Z 6 ÜbG) innerhalb eines Jahres kein (weiteres) Angebot für Beteiligungspapiere der S IMMO abgeben (§ 21 Abs 2 Z 1 ÜbG), außer die Sperrfrist wird von der Übernahmekommission verkürzt. Eine Verletzung der Interessen von S IMMO und der Inhaber von Beteiligungspapieren der S IMMO liegt nicht vor, wenn die Sperrfrist deswegen ausgelöst wird, weil die erforderlichen fusionskontrollrechtlichen Freigabeentscheidungen trotz unverzüglicher Einreichung der fusionskontrollrechtlichen Anmeldungen des beabsichtigten Zusammenschlusses bei den zuständigen Wettbewerbsbehörden und gehöriger Fortsetzung des Verfahrens durch die Bieterin nicht so zeitgerecht erteilt wurden, die Anmeldung der geänderten Satzung zur Eintragung im Firmenbuch nicht so rechtzeitig erfolgt ist oder andere Umstände eingetreten sind, die nicht von der Bieterin zu vertreten sind und die zur Folge haben, dass die Eintragung der geänderten Satzung von S IMMO im Firmenbuch binnen 40 Börsetagen nach Veröffentlichung der Absichtsbekanntgabe gemäß lit (a) vorstehend erfolgt. Ein Antrag auf Verkürzung der Sperrfrist gemäß § 21 Abs 4 ÜbG kann von der Bieterin diesfalls unmittelbar nach Veröffentlichung der Absichtsbekanntgabe gemäß lit (a) vorstehend auf den Zeitpunkt der Eintragung der geänderten Satzung von S IMMO im Firmenbuch gestellt werden.
- e. Ungeachtet § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG vermittelt eine Beteiligung jedenfalls einen beherrschenden Einfluss und löst daher die Angebotspflicht gemäß § 22 Abs 1 ÜbG aus, wenn die Aktien trotz bestehendem Höchststimmrecht aufgrund der üblichen Anwesenheit der anderen Aktionäre in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft die einfache Stimmenmehrheit und/oder eine Kapitalmehrheit von drei Viertel des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals vermitteln. Die übliche Hauptversammlungspräsenz der anderen Aktionäre ist für diese Zwecke wie in Punkt 13.7 vorstehend dargelegt zu ermitteln.

37. Die Übernahmekommission möge von einer Veröffentlichung dieser Stellungnahme gemäß § 30 Abs 6, § 32 Abs 1 ÜbG vorübergehend bis (i) [...]; oder (ii) [...], je nachdem welches Ereignis früher eintritt, absehen.

## E. SACHVERHALT

38. Die ÜbK geht von der Richtigkeit und Vollständigkeit des Vorbringens der Antragstellerin aus.

## F. RECHTLICHE BEURTEILUNG

### I. Überblick

39. Die Antragstellerin ersucht die ÜbK mit ihrem Antrag auf Stellungnahme um Beurteilung von zwei in innerem Zusammenhang stehenden Fragen für ein mögliches Angebot an die Aktionäre der S IMMO. Einerseits solle das Zusammenspiel zwischen Höchststimmrecht und fusionskontrollrechtlichen Freigabeerfordernissen im Zusammenhang mit der **Angebotsstrukturierung** geklärt werden. Andererseits soll der Anwendungsbereich der Ausnahme gem § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG, und damit die Frage einer **Angebotspflicht trotz bestehenden satzungsmäßigen Höchststimmrechts** geklärt werden.
40. Da die Frage der **Angebotsstrukturierung** nicht zu behandeln wäre, sollte bereits jetzt, **trotz des satzungsmäßigen Höchststimmrechts, ein beherrschender Einfluss** bestehen, ist es nach Ansicht des Senats vorzugswürdig, über das Vorbringen der Antragstellerin in umgekehrter Reihenfolge abzusprechen.

### II. Beherrschender Einfluss trotz Höchststimmrechts?

#### a. Vorbemerkung

41. Den §§ 24 und 25 ÜbG sind **Ausnahmen von der Angebotspflicht** zu entnehmen. § 24 ÜbG umfasst Fälle, in denen ein Rechtsträger die formelle Kontrollschwelle überschritten hat, die Überschreitung der Kontrollschwelle bei materieller Betrachtung aber keine exit-Möglichkeit für die Beteiligungspapierinhaber erfordert, weil diese *„keinen beherrschenden Einfluss auf [die Zielgesellschaft] vermitteln kann oder wenn der Rechtsträger, der diesen Einfluss bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise letztlich ausüben kann, nicht wechselt.“* Die formelle Kontrollschwelle von > 30% der ständig stimmberechtigten Aktien wird insofern durch materielle Kriterien korrigiert, wenn **keine Beherrschungsmöglichkeit** besteht oder **kein Kontrollwechsel** erfolgt (vgl *Winner*, ÖJZ 2006, 664 f). In diesen Fällen werden die zu schützenden Interessen der Inhaber von Beteiligungspapieren nicht beeinträchtigt (ErläutRV 1334 BlgNR XXII. GP 15). Der Gesetzeszweck erfordert damit keine Angebotspflicht für die Beteiligungspapierinhaber, weil es zu keiner (abweichenden) Konzernierungssituation

und möglichen Neudefinition der unternehmerischen Ausrichtung der Zielgesellschaft kommt.

42. § 24 Abs 2 (**keine Beherrschungsmöglichkeit**) und Abs 3 ÜbG (**kein Kontrollwechsel**) enthalten für diese beiden Tatbestände eine nicht abschließende Aufzählung (arg: „*insbesondere*“; vgl auch ErläutRV 1334 BlgNR XXII. GP 15 [„*demonstrative Beispiele*“]), die die Auslegung der Generalklausel gem § 24 Abs 1 ÜbG und die Anwendung auf diverse Sachverhaltskonstellationen erleichtert.
43. Maßgeblich für das Vorliegen der Angebotspflicht und den Ausnahmetatbestand ist die Beherrschungsmöglichkeit; unerheblich ist, ob beherrschender Einfluss tatsächlich ausgeübt wird (ErläutRV 1334 BlgNR XXII. GP 15).

#### **b. Einschränkende Auslegung der Ausnahme gem § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG**

44. Wie die Antragstellerin unter Verweis auf den Gesetzeswortlaut zutreffend ausführt, vermittelt eine Beteiligung insbesondere dann keinen beherrschenden Einfluss, wenn die Ausübung der Stimmrechte aufgrund eines satzungsmäßigen Höchststimmrechts (§ 12 Abs 2 AktG) auf höchstens 30 vom Hundert beschränkt ist.
45. Der **Wortlaut** des § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG schließt die Vermittlung eines beherrschenden Einflusses und damit die Angebotspflicht bei Beschränkung der Stimmrechte beim Vorliegen eines satzungsmäßigen Höchststimmrechts jedenfalls aus.
46. **Gegen eine strikte Wortinterpretation** sprechen nach Stimmen in der Lit die Ausführungen in den Mat (*Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht<sup>2</sup> Rz 237; *Gall in Huber*, ÜbG<sup>2</sup> § 24 Rz 20). Denn die Höchststimmrechtsregelung solle nur dann als Ausnahme greifen, wenn das Höchststimmrecht „*die Ausübung von ausreichend Stimmrechten für die Beherrschung nicht ermöglicht*“ (ErläutRV 1334 BlgNR XXII. GP 15). Auffallend ist im Hinblick auf die Rechtslage vor 2006 das Abstellen auf einen expliziten Schwellenwert, nämlich 30%, was sich aber im Zusammenhang mit der Zielsetzung des ÜbRÄG 2006 (mehr Rechtssicherheit durch das Abstellen auf formelle Schwellen) erklären lässt.
47. Anders könnte hingegen der Hinweis in den Mat verstanden werden, dass „*allenfalls die Aufhebung des Höchststimmrechts (unter Beachtung von § 22b) zur Angebotspflicht führen [kann]*“ (ErläutRV 1334 BlgNR XXII. GP 15, *Anm: Hervorhebung durch den Senat*). Dies ist jedoch nach Ansicht des Senats zu verneinen, stellt die Aufhebung des Höchststimmrechts – wie noch zu zeigen sein wird – doch nur ein beispielhaftes Szenario dar, das zur Angebotspflicht führen kann.

48. Dass eine Einschränkung der Ausnahme von der Angebotspflicht aufgrund eines Höchststimmrechts grundsätzlich geboten erscheinen kann, entspricht auch der **Spruchpraxis** der Übernahmekommission. Unter Verweis auf die Systematik des § 24 ÜbG sprach der 3. Senat im Rahmen der Stellungnahme zur GZ 2019/3/1 [S IMMO] aus, dass eine Ausnahme von der Angebotspflicht bei Vorliegen eines satzungsmäßigen Höchststimmrechts nur gerechtfertigt erscheint, „so lange keine faktische Kontrolle über die entsprechende Beteiligung ausgeübt werden kann“ (ÜbK GZ 2019/3/1 [S IMMO] Rz 31 aE).
49. Einigkeit herrscht – soweit ersichtlich – dahingehend, dass in gewissen Konstellationen eine Einschränkung (**teleologische Reduktion**) der Ausnahme insbesondere in Zusammenschau mit der Generalklausel nach § 24 Abs 1 ÜbG geboten erscheint. In der Lit unterscheiden sich allerdings die Ansätze in ihrer konkreten Reichweite (vgl *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht<sup>2</sup> Rz 238):
- Erwirbt ein Aktionär 75% der stimmberechtigten Aktien, beschränkt ihn ein Höchststimmrecht von 30% in der Ausübung der Kontrolle nicht. Denn diesem können höchstens 25% der Stimmrechte gegenüberstehen und kein anderer Aktionär kann über gleich viele Stimmrechte verfügen. Nach *Winner* soll ein Höchststimmrecht insofern keine Ausnahme von der Angebotspflicht für einen Aktionär begründen, wenn „aufgrund der vom Aktionär gehaltenen Beteiligung [...] die **einfache Stimmenmehrheit trotz des Höchststimmrechts sicher ist**“ (ÖJZ 2006, 665; *Anm: Hervorhebung durch den Senat*).
  - Ähnlich sind die Ausführungen von *Gall* (in *Huber*, ÜbG<sup>2</sup> § 24 Rz 20) zu verstehen. Dieser will die Befreiung von der Angebotspflicht nur dann zulassen, „wenn die übrigen Aktionäre zumindest hypothetisch noch ein Gegengewicht zur Hauptversammlungsmehrheit des Bieters bilden können“. Bei Bestand eines Höchststimmrechts von 25% soll nach diesem das Überschreiten der Schwelle von 75% der stimmberechtigten Aktien zu einer Angebotspflicht führen. Für dieses Ergebnis rekurriert *Gall* ferner auf Art 3 Abs 1 lit a 2. HS Übernahme-RL (und damit die allgemeinen Grundsätze der Übernahme-RL), wonach die Inhaber von Wertpapieren geschützt werden müssen, „wenn eine Person die Kontrolle über eine Gesellschaft erwirbt“.
  - Unter Rückgriff auf die Generalklausel in § 24 Abs 1 ÜbG wollen *Diregger/Kalss/Winner* (Übernahmerecht<sup>2</sup> Rz 238 aE) den Bedeutungsgehalt von Z 3 derart reduzieren, „dass ein Höchststimmrecht von bis zu 30 % nur dann von der Angebotspflicht befreit, wenn dennoch keine Beherrschungsmöglichkeit besteht“. Nähere Aussagen zu Ausmaß oder Spezifizierung der Beherrschungsmöglichkeit sind hingegen nicht zu entnehmen.

50. All diesen Äußerungen ist – nicht ausdrücklich aber im Ergebnis wohl – gemein, dass für ein Absehen von der Angebotspflicht maßgeblich auf den Einfluss auf die **Stimmrechte** abgestellt wird. Dies ist insofern nachvollziehbar, als trotz Höchststimmrechts der Hinzuerwerb jeder einzelnen Aktien über die Schwelle eines Höchststimmrechts zu einem (relativen) Anwachsen der Einflussmöglichkeit hinsichtlich des Stimmgewichts führt; die Stimmrechte dieser Aktien sind diesfalls „**aus dem Markt**“ genommen, können damit auch von anderen Aktionären nicht ausgeübt werden und erhöhen deren Einflussmöglichkeit nicht (so *Gall* in *Huber*, ÜBG<sup>2</sup> § 24 Rz 19 aE). Das Abstellen auf die Stimmrechtsausübung allein wird nach Ansicht des Senats dem übernahmerechtlichen Beherrschungsbegriff in diesem Fall aber nicht gerecht.
51. Der 3. Senat befaste sich bereits in der Stellungnahme GZ 2019/3/1 mit dem Höchststimmrecht der S IMMO, der Ausnahme gem § 24 Abs 2 Z 3 ÜBG sowie dem **Einfluss einer Kapitalbeteiligung** auf das übernahmerechtliche Beherrschungspotenzial. Nach dieser Stellungnahme kann „*beherrschender Einfluss*“ in der Praxis „*nicht nur über Stimmrechte, sondern auch durch die Kapitalbeteiligung ausgeübt werden.*“ Eine Ausnahme von der Angebotspflicht ist „*dann nicht mehr gerechtfertigt, wenn der Kernaktionär eine so hohe (Kapital)Beteiligung besitzt, dass die Beteiligungen der übrigen Aktionäre kein ausreichendes Gegengewicht mehr darstellen*“ (so ÜBK GZ 2019/3/1 mwN, allerdings mit Verweis auf Literaturstimmen, die nicht auf die Kapitalbeteiligung, sondern auf die Stimmenmehrheit abstellen). Ausgehend von den Fallkonstellationen, die eine einschränkende Auslegung des § 24 Abs 2 Z 3 ÜBG notwendig erscheinen lassen, folgerte der 3. Senat, „*dass auch Kapitalbeteiligungen Einfluss auf die Kontrollsituation einer Gesellschaft haben können. Kapitalbeteiligungen sind offenkundig Teil des Beherrschungspotenzials und genauso wie die damit im Regelfall verbundenen Stimmrechte zu berücksichtigen, auch wenn der Gesetzgeber dem Wortlaut nach scheinbar nur auf „Stimmrechte“ abgestellt hat.*“ Teleologische Überlegungen rechtfertigen damit in Sonderkonstellationen auch die Kapitalbeteiligung bei der Frage eines beherrschenden Einflusses zu berücksichtigen.
52. Für das Vorliegen eines beherrschenden Einflusses ist folglich nach Ansicht des Senats nicht lediglich auf die formelle Beteiligungsschwelle und die Stimmrechtsausübung Bezug zu nehmen (vgl bereits die Mat zu § 22 Abs 3 Z 2 ÜBG, ErläutRV 1334 BlgNR XXII. GP 13). Der Erwerb bzw der Ausbau einer Beteiligung, ohne die Möglichkeit wesentliche Stimmrechtsteile auszuüben, hat weitere Wirkungen wie etwa die Verringerung des potentiellen Gegengewichts.

### c. Übliche Hauptversammlungspräsenz

53. Die Antragstellerin bringt etwas unklar zwei Konstellationen vor, in denen eine Ausnahme von der Angebotspflicht nicht länger gerechtfertigt sei: „wenn ein Kernaktionär – trotz Höchststimmrecht – aufgrund der üblichen Hauptversammlungspräsenz (i) die **einfache Stimmenmehrheit**; oder (ii) eine **Kapitalmehrheit von 75 % +1 Aktie** erlangt“ (Pkt 13.6 des Antrags).
54. In Pkt 15. lit (e) rekurriert die Antragstellerin für das Vorliegen einer Angebotspflicht hingegen darauf, dass „trotz bestehendem Höchststimmrecht[s] aufgrund der üblichen Anwesenheit der anderen Aktionäre in der Hauptversammlung der Zielgesellschaft die einfache Stimmenmehrheit **und/oder** eine Kapitalmehrheit von **drei Viertel** des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals“ besteht (Anm: Hervorhebungen jeweils durch den Senat).
55. Die Antragstellerin bringt zur Beurteilung der üblichen Hauptversammlungspräsenz die aus ihrer Sicht maßgeblichen Parameter vor. Diese sollen – um weitere Doppelungen zu vermeiden – an dieser Stelle nicht wiederholt werden, sondern es wird auf Pkt 13.7 des Antrags bzw Rz 35 verwiesen.
56. Vorweg ist für die Beurteilung der üblichen Hauptversammlungspräsenz der **Betrachtungszeitraum** festzustellen. Abweichend von der Einschätzung der Antragstellerin ist nach Ansicht des Senats nicht auf die **letzten drei Hauptversammlungen**, sondern grundsätzlich auf die Hauptversammlungen der letzten drei Jahre abzustellen. Diese Betrachtung hat ihren historischen Ausgangspunkt in § 24 Abs 2 **Z 2** ÜbG, der eine Ausnahme von der Angebotspflicht gewährt, wenn aufgrund einer hohen Hauptversammlungspräsenz keine Beherrschungsmöglichkeit durch den Kernaktionär zu bejahen ist: Die Ausnahme nach § 24 Abs 2 **Z 2** ÜbG bestand materiell bis zum Jahr 2006 in § 3 der 1. ÜbV und enthielt explizit einen Hinweis auf die **letzten drei abgehaltenen ordentlichen Hauptversammlungen**. Hätte ein Aktionär in diesen mehr als die Hälfte der anwesenden oder vertretenen Stimmrechte (Hauptversammlungsmehrheit) dargestellt, so wurde das Vorliegen einer kontrollierenden Beteiligung vermutet. Für die Berechnung der Hauptversammlungsmehrheit war laut Verordnung das vor der ersten Abstimmung vorzulegende Teilnehmerverzeichnis maßgeblich.
57. Der Hinweis auf die letzten drei Hauptversammlungen ist nicht mehr explizit normiert, diese haben aber nach hA zumindest bei **konstanten Beteiligungsstrukturen** weiterhin eine hohe Aussagekraft (vgl Gall in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 24 Rz 14). Auch die Mat stellen bei der Ermittlung – allerdings für die Ausnahme gemäß § 24 Abs 2 **Z 2** ÜbG – hilfsweise auf die „prozentuelle Anwesenheit des Streubesitzes in den letzten Hauptversammlungen“ ab (ErlRV 1334 BlgNR XXII. GP 15).

58. Der **Wortlaut** des § 24 Abs 2 Z 2 ÜbG differenziert nicht zwischen ordentlicher und außerordentlicher Hauptversammlung. Anders als bei der Vorgängerbestimmung sind daher auch die Präsenzen etwaiger **außerordentlicher Hauptversammlungen** heranzuziehen (*Gall in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 24 Rz 15*). Würde man allein auf die ordentlichen Hauptversammlungen abstellen, so hätte dies im vorliegenden Fall etwa zur Folge, dass die ao Hauptversammlung 2021 nicht berücksichtigt würde, wengleich diese aufgrund der größeren Aktualität uU bessere Rückschlüsse auf die künftige Präsenz zuließe als bei bloßer Berücksichtigung eines Durchschnittswerts der letzten drei ordentlichen Hauptversammlungen. Eine Differenzierung zwischen Präsenzen in ordentlichen und außerordentlichen Hauptversammlungen würde auch in Widerspruch zu den damit verbundenen Einflussmöglichkeiten stehen. Gerade außerordentliche Hauptversammlungen sind häufig aufgrund der Tagesordnung für das Aktionariat von besonderer Bedeutung und daher zu berücksichtigen.
59. **Zwischenergebnis:** Nach Ansicht des Senats ist weder starr auf die letzten drei Hauptversammlungen noch auf die letzten drei ordentlichen Hauptversammlungen, sondern aufgrund des Wortlauts und der teleologischen Argumente auf jegliche **Hauptversammlungen in den letzten drei Jahren** abzustellen.
60. Bei der **Ermittlung der üblichen HV-Präsenz** ist keine starre arithmetische Berechnung vorzunehmen, sondern vielmehr anhand der vorhandenen Beteiligungsstruktur und ihres Kontinuitätsgrades eine Prognoseentscheidung *ex ante* zu treffen. Eine konstante Beteiligungsstruktur liegt im Fall der S IMMO nicht vor, weshalb bei größeren Abweichungen das Abstellen auf eine längere Periode nur im Hinblick auf den Streubesitz aussagekräftig wäre. In Übereinstimmung mit der Lit ist nach Ansicht des Senats der Präsenz der letzten abgehaltenen Hauptversammlung grundsätzlich ein größeres Gewicht beizumessen als den Präsenzen länger zurückliegender Hauptversammlungen (*Gall in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 24 Rz 16*). Je nach Fallkonstellation ist damit uU eine normative Korrektur vorzunehmen (*Diregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht<sup>2</sup> Rz 235 f*). Dies bedeutet maW, dass trotz der durchschnittlichen Betrachtung, die va einzelne Ausschläge der HV-Präsenz iSe Glättung lindern soll, eine hinreichende Bezugnahme auf die aktuelle Beteiligungsstruktur der Gesellschaft für die Prognoseentscheidung notwendig ist, insbesondere wenn keine konstante Beteiligungsstruktur gegeben ist.
61. Nach den Materialien zum ÜbG 2006 kann bei der Ermittlung der üblichen HV-Präsenz **hilfswise auf die prozentuelle Anwesenheit des Streubesitzes** in den letzten Jahren abgestellt werden. Weiters sind die Daten um die Präsenz ausgeschiedener Aktionäre zu bereinigen (ErlRV 1334 BlgNR XXII. GP 15). Gleichzeitig soll aber auch der zwischenzeitige Einstieg von Paketaktionären Berücksichtigung finden (*Gall in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 24 Rz 17*). Liegt eine Beteiligung von Paketaktionären vor, so ist davon auszugehen, dass diese an den Hauptversammlungen teilnehmen werden.

62. Wie die Antragstellerin ausführt, sind **eigene Aktien der Zielgesellschaft**, die kein Stimmrecht vermitteln, von der Gesamtzahl der möglichen vertretenen in Abzug zu bringen. Ob eigene Aktien für die Berechnung der 15%-igen Beschränkung gem § 13 Abs 3 der Satzung der S IMMO als ausgegeben zu werten sind, unterliegt hingegen nicht der Zuständigkeit der ÜbK. § 29 ÜbG normiert die Aufgaben der ÜbK. Dieser obliegt nach den *verba legalia* „[d]ie [ausschließliche] Zuständigkeit für alle in diesem Bundesgesetz geregelten Angelegenheiten. Sie überwacht die Anwendung dieses Bundesgesetzes und entscheidet über alle nach diesem Bundesgesetz zu beurteilenden Angelegenheiten.“ Die Zuständigkeit der ÜbK „zur Erstattung von Stellungnahmen, zur Beratung und zur gütlichen Beilegung von Meinungsverschiedenheiten“ bezieht sich ebenso lediglich auf die Anwendung des ÜbG. Aktienrechtliche Fragestellungen in Form der Auslegung einer Satzungsbestimmung sind von der gesetzlichen Zuständigkeitsverteilung gem § 29 Abs 1 ÜbG nicht erfasst.
63. Den von der Antragstellerin zur Beurteilung des Streubesitzes und der Präsenz von Paketaktionären vorgebrachten Überlegungen ist nach Ansicht des Senats grundsätzlich beizupflichten. Hingegen kann die Aussage, „*dass mit zunehmender Konzentration der Aktien auf einen Kernaktionär die Anwesenheit des Streubesitzes tendenziell abnimmt*“, in dieser Allgemeinheit nach Ansicht des Senats nicht geteilt werden. Bei der Beurteilung der Hauptversammlungspräsenz handelt es sich um eine Prognoseentscheidung, mit der besondere Schwierigkeiten verbunden sind. Argumente für diese Annahme sind dem Antrag nicht zu entnehmen und auch für den Senat nicht ersichtlich.

#### **d. Anwendung auf den vorgebrachten Sachverhalt**

64. Das Höchststimmrecht gemäß § 13 Abs 3 der Satzung der S IMMO führt grundsätzlich dazu, dass die Ausnahme von der Angebotspflicht gemäß § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG trotz Vorliegen einer Beteiligung von ca 42,55% des Grundkapitals bzw ca 44,41% des stimmberechtigten Grundkapitals (und somit dem Überschreiten der formellen Kontrollschwelle gem § 22 Abs 2 ÜbG) zur Anwendung kommt. Ob eine einschränkende Auslegung der Ausnahmeregelung im vorliegenden Fall geboten ist, hängt im Lichte der jüngsten Stellungnahme der ÜbK zur S IMMO (ÜbK GZ 2019/3/1 [S IMMO]) insb davon ab, ob CPI und IMMOFINANZ trotz des Höchststimmrechts faktisch ein gesicherter beherrschender Einfluss zukommen kann. Die ÜbK hat in der Stellungnahme zu GZ 2019/3/1 [S IMMO] ausgesprochen, dass ein gewisser Einfluss auch über die Kapitalbeteiligung ausgeübt werden kann; etwa dann, wenn der Kernaktionär aufgrund der üblichen Hauptversammlungspräsenz alleine eine entsprechende Kapitalmehrheit erreichen könnte.

65. Die übliche Hauptversammlungspräsenz wird nachfolgend anhand der Protokolle zu den HVs der S IMMO in den letzten drei Jahren dargestellt. Dabei werden drei ordentliche Hauptversammlungen sowie eine außerordentliche Hauptversammlung im Jahr 2021 berücksichtigt:

Datum	HV	vertretenes Kapital	eigene Aktien	Stimmberechtigte Aktien (ohne eA)	% Präsenz gemessen am stimmberechtigten Kapital (ohne eA)	Grundkapital
14.06.2019	oHV 2019	41.837.667	715.424	66.201.755	63,1972%	66.917.179
12.10.2020	oHV 2020	40.528.433*	1.916.381	71.692.515	56,5309%	73.608.896
24.06.2021	aHV 2021	48.711.617	2.676.872	70.932.024	68,6737%	73.608.896
14.10.2021	oHV 2021	42.511.515	2.949.976	70.658.920	60,1644%	73.608.896
				<b>Durchschnitt</b>	<b>62,1415%</b>	

\* Für die HV-Präsenz 2020 wurden entsprechend der dargelegten Kriterien 6.644.312 (HAMAMELIS GmbH & Co KG) und 3.836.988 (ETAMIN GmbH & Co KG) Aktien berücksichtigt, obwohl diese nicht anwesend waren.

66. Wie oben dargestellt, ist an eine **teleologische Reduktion** der Ausnahme gem § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG zu denken, wenn trotz des satzungsmäßigen Höchststimmrechts eine Beherrschungsmöglichkeit durch CPI zu bejahen ist. Für die Frage der Beherrschung ist vorrangig eine **Prognose der Hauptversammlungspräsenz** entscheidend. Diese ist im konkreten Fall mit erheblichen Unsicherheiten behaftet (ua aufgrund der Kapitalerhöhung in Höhe von 10% des Grundkapitals 2019/2020, der Abhaltung der Hauptversammlungen im Jahr 2020 und 2021 als virtuelle Versammlung, Paketerwerben in den vergangenen Jahren, des bis zum 31.12.2021 laufenden Aktienrückkaufprogramms der S IMMO [zum 26.12.2021 hält S IMMO laut Homepage 3.084.797 Stück eigene Aktien] und dem Beteiligungsaufbau von CPI von 10,78% [wie von Aggregate S.A. erworben] auf ca 16,06% [wobei unklar ist, ob diese Aktien von Aktionären erworben wurden, die üblicherweise der Hauptversammlung fernblieben, und somit die Anwesenheit zu erhöhen wäre oder nicht]).

67. Die Beteiligungsstruktur der S IMMO lässt sich nach Vorbringen der Antragstellerin sowie der öffentlich bekannten Daten tabellarisch wie folgt darstellen:

Aktuelle Beteiligungsstruktur S IMMO			
	Aktien	Anteil am Grundkapital (73.608.896)	Anteil Stimmrechte (70.658.920)
<b>eigene Aktien</b>	<b>3 084 797</b>	<b>4,19%</b>	-
IMMOFINANZ	19 499 437	26,49%	27,65%
CPI	11 818 668	16,06%	16,76%
<b>IMMOFINANZ und CPI gemeinsam</b>	<b>31 318 105</b>	<b>42,55%</b>	<b>44,41%</b>
<b>EVAX</b>	<b>3 836 988</b>	<b>5,21%</b>	<b>5,44%</b>
<b>Streubesitz (exkl eigene Aktien)</b>	<b>35 369 006</b>	<b>48,05%</b>	<b>50,15%</b>

68. CPI hält nach dem Vorbringen der Antragstellerin zurzeit insgesamt 11.818.668 Aktien der S IMMO direkt. Aufgrund der Erfüllung der Tatbestandsvoraussetzungen des Vermutungstatbestandes gem § 1 Z 6 ÜbG (**Konzernzugehörigkeit**) wird ein gemeinsames Vorgehen von CPI und IMMOFINANZ vermutet, denn CPI ist mit einer Stimmrechtsbeteiligung von zurzeit ca 55,1% (laut Beteiligungsmeldung vom 04.03.2022) kontrollierender Aktionär der IMMOFINANZ. Diese Vermutung ist freilich widerleglich (statt vieler *Winner*, ÖJZ 2006, 663). Sollte diese Vermutung nicht widerlegt werden, sind CPI zusätzlich 19.499.437 Aktien der S IMMO zuzurechnen, die von der IMMOFINANZ gehalten werden. In Summe hält CPI damit 31.318.105 Aktien der S IMMO direkt und indirekt. Dies entspricht bei aktuell 70.524.099 stimmberechtigten Aktien (denn gem § 22 Abs 6 ÜbG bleiben Stimmrechte, die nach den Grundsätzen des Erwerbs eigenen Aktien ruhen, außer Betracht) – ohne Berücksichtigung des satzungsmäßigen Höchststimmrechts von 15% – einem **Stimmgewicht von rund 44,41%**.

69. Als Gegenwicht im Falle der Stimmrechtszählung würden den von CPI ausübaren 15% **potentiell 55,59%** (=100% - 44,41%) der Stimmrechte gegenüberstehen. Vermittels dem durch das Höchststimmrecht ausübarem **Stimmgewicht von 15%** ist damit nicht jedenfalls gesichert, dass CPI bei einem hypothetischen Gegengewicht von 55,59% eine Hauptversammlungsmehrheit mit Sicherheit erlangt. Ein Stimmgewicht von 15% würde – wohl der Ansicht von *Gall* und *Winner* entsprechend – lediglich bei einer **Beteiligung von 85% sicher bzw ohne Möglichkeit eines hypothetischen Gegengewichts** zu einer Beherrschungsmöglichkeit führen.

70. Eine gesicherte Beherrschungsmöglichkeit durch CPI ohne hypothetisches Gegengewicht ist damit aufgrund der vorgebrachten Beteiligungsverhältnisse nicht möglich. Ferner ist allerdings nach Ansicht des Senats zu untersuchen, ob aufgrund der

durchschnittlichen Hauptversammlungspräsenz ein gesicherter beherrschender Einfluss durch CPI möglich ist. Fraglich ist, wie viele dieser potentiell 55,59% der Stimmrechte **tatsächlich** durchschnittlich auf der Hauptversammlung der S IMMO **vertreten sind**. Die durchschnittliche Hauptversammlungspräsenz der Jahre 2019 bis 2021 liegt bei 62,14%. Für die Beurteilung, ob bei dieser durchschnittlichen Hauptversammlungspräsenz eine Beherrschungsmöglichkeit vorliegt, ist aber insb auf die prozentuelle Anwesenheit des Streubesitzes abzustellen, denn in der Hauptversammlungspräsenz sind natürlich die Stimmrechte der IMMOFINANZ (bzw nunmehr CPI) enthalten. Weiters sind die Daten um die Präsenz ausgeschiedener Aktionäre zu bereinigen (ErlRV 1334 BlgNR XXII. GP 15). Gleichzeitig hat aber auch der zwischenzeitige Einstieg von Paketaktionären Berücksichtigung finden (*Gall in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 24 Rz 17*). Liegt eine Beteiligung von Paketaktionären vor, so ist davon auszugehen, dass diese an den Hauptversammlungen teilnehmen werden, weshalb sich die Hauptversammlungspräsenz durch den Einstieg dieser idR erhöhen würde. Es entspricht der üblichen HV-Praxis, dass Paketaktionäre kein rationales Desinteresse an der HV-Teilnahme aufweisen (wie dies vielfach für Kleinanleger gilt), sondern aufgrund ihrer Beteiligungshöhe und dem damit verbundenen Wert ihre mitgliedschaftlichen Rechte in Hauptversammlungen ausüben, um ihr Investment zu sichern.

71. Für die Beurteilung der Frage im vorliegenden Fall ist somit eine **Prognoseentscheidung** anzustellen, die jedoch aufgrund der wesentlichen Veränderungen in der jüngsten Zeit besondere Schwierigkeiten aufwirft (siehe bereits Rz 60 ff). Der Senat hat in mehreren Schritten und unter Anwendung der oben erörterten Kriterien (Rz 53 ff) die zu erwartende Hauptversammlungspräsenz analysiert.
72. Grundsätzlich stellt sich nach Ansicht des Senats die Frage, wie sich die übliche Hauptversammlungspräsenz überhaupt zusammensetzt. Dies sind wohl einerseits (meldepflichtige) **Paketaktionäre** und andererseits **Streubesitzaktionäre**, welche sich natürlich je nach Gesellschaft unterschiedlich zusammensetzen. Im üblichen Streubesitz befinden sich auch institutionelle Investoren, die mitunter verpflichtet sind, an den Hauptversammlungen teilzunehmen, weswegen generell davon auszugehen sein wird, dass die Streubesitzquote eine gewisse Konsistenz aufweist.
73. Um einschätzen zu können, wie viel Streubesitzaktionäre auf den Hauptversammlungen der S IMMO anwesend waren, hat der Senat die Paketaktionäre von der Hauptversammlungspräsenz abgezogen, um die **Präsenz der Streubesitzaktionäre** zu erhalten. Für die Berechnung der **Streubesitzquote** in den Hauptversammlungen wurden die tatsächlich anwesenden Streubesitzaktionäre zu der Summe der Beteiligungen aller Streubesitzaktionäre in Verhältnis gesetzt. Die so berechnete durchschnittliche Streubesitzquote für die (vier) Hauptversammlungen der Jahre 2019-2021 beträgt **33,22%**. Das bedeutet, dass durchschnittlich 33,22% des Streubesitzes an der Hauptversammlung der S IMMO teilnehmen. Die Antragstellerin hingegen

berechnete eine Streubesitzquote von 32,60% (siehe Anlage 2 zum Antrag auf Stellungnahme). Die Differenz ergibt sich daraus, dass die Antragstellerin nur die letzten drei Hauptversammlungen und somit nicht die ordentliche Hauptversammlung 2019 berücksichtigte.

74. Darauf hinzuweisen ist, dass es sich bei diesem Wert (33,22%) lediglich um einen **Mittelwert** handelt. Die Streubesitzquote in den einzelnen Hauptversammlungen wich erheblich voneinander ab: Während diese 2019 **35,1%** betrug, verringerte sie sich in den letzten beiden ordentlichen Hauptversammlungen auf **25,3%** (2020) und **28,5%** (2021). Diese Reduktion könnte nach Ansicht des Senats ua mit der Abhaltung als virtuelle Hauptversammlungen zusammenhängen. Hingegen wurde in der außerordentlichen HV 2021, in der im Gefolge des Übernahmeangebots der IMMOFINANZ an die Aktionäre der S IMMO über die Aufhebung des Höchststimmrechts abgestimmt wurde, eine Streubesitzquote von **44,0%** erreicht. Diese divergierenden Ergebnisse können als Argument gegen die Aussagekraft des Mittelwerts herangezogen werden. Für den Fall, dass die Aufhebung des Höchststimmrechts als TOP in einer Hauptversammlung aufgenommen wird, ist – mit Blick auf die Erfahrungen der außerordentlichen Hauptversammlung 2021 – nach Ansicht des Senats von einer erhöhten Streubesitzpräsenz auszugehen.
75. Nach dem Vorbringen der Antragstellerin werden aktuell **35.369.006 Aktien** nicht von einem Paketaktionär mit einer meldepflichtigen Beteiligung ( $\geq 4\%$ ) gehalten. Zu den meldepflichtigen Aktionären zählt die Antragstellerin die eigene Beteiligung (CPI), jene der IMMOFINANZ und der EVAX. Bei einer Streubesitzquote iHv 33,22% ist mit der Anwesenheit von Streubesitzaktionären (sowohl institutionelle Investoren mit einer Beteiligung  $<4\%$  als auch Kleinaktionären) zu rechnen, die **11.749.700 Aktien** der S IMMO vertreten.
76. Zu diesem Streubesitz ist weiters der **Anteil der EVAX iHv 3.836.988 Stück Aktien** hinzuzuzählen, denn es ist davon auszugehen, dass Paketaktionäre künftig an den Hauptversammlungen teilnehmen werden.

77. Dem trotz Höchststimmrecht ausübbaren **Stimmgewicht von CPI** (nach Angaben der Antragstellerin) iHv **11.041.334 Aktien** stünden damit **15.586.688 Aktien** (Streubesitz + EVAX) entgegen. Das (mittelbare und unmittelbare) Stimmgewicht von CPI beliefe sich diesfalls auf **41,47%**, dem Streubesitz würde ein Stimmgewicht iHv **44,13%** und EVAX iHv **14,41%** zukommen (siehe nachfolgende Übersicht):

	Präsenz in Aktien	Präsenz in %
Streubesitz (33,22% von 35.369.006)	<b>11 749 700</b>	44,13%
EVAX	<b>3 836 988</b>	14,41%
<b>Potentielles Gegengewicht</b>	<b>15 586 688</b>	<b>58,54%</b>
CPI (15% von insgesamt 73.608.896 ausübbar)	<b>11 041 334</b>	41,47%

78. Für den Fall, dass CPI ferner den Anteil von EVAX erwerben würde, stünden CPI bei einer prognostizierten Streubesitzquote von 33,22% nur mehr 11.749.700 Stück Aktien entgegen. CPI hätte diesfalls ein Stimmgewicht von **48,45%**, wohingegen dem Streubesitz ein Stimmgewicht von **51,55%** zukommen würde.

79. **Zwischenergebnis:** In beiden Varianten zeigt sich, dass CPI nach der prognostizierten Streubesitzquote über **keine einfache Stimmenmehrheit** in der Hauptversammlung verfügen würde. Nach Rsp der ÜbK (vgl GZ 2018/1/5 [*Andritz*]) ist eine Beteiligung, die nicht die relative Hauptversammlungsmehrheit vermittelt, idR nicht als beherrschend anzusehen.

80. Festzuhalten ist, dass diese Berechnung – wie bereits oben angeführt – **Unsicherheiten** unterworfen ist. Dazu zählt insb eine mögliche weitere Erhöhung der Streubesitzquote für den Fall der **Aktivierung des Aktionariats** (wie etwa in der außerordentlichen Hauptversammlung 2021, in der ebenso über das Höchststimmrecht der S IMMO abgestimmt wurde). Weiters ist unklar, ob künftig **virtuelle oder Präsenzhauptversammlungen** stattfinden werden. Eine abweichende Beurteilung könnte sich ferner ergeben, wenn CPI **weitere Aktienerwerbe** tätigt. Der Erwerb der von EVAX gehaltenen Aktien alleine führt nach Ansicht des Senats aus heutiger Sicht zu keiner einfachen Stimmenmehrheit.

81. Wie ausgeführt ist der außerordentlichen Hauptversammlung der S IMMO im Jahr 2021 nach Ansicht des Senats ein größeres Gewicht beizumessen. Zur Veranschaulichung des Szenarios einer erhöhten Streubesitzquote soll diese Hauptversammlung beispielhaft herangezogen werden. So wäre eine Streubesitzquote **iHv 44%** heranzuziehen (siehe oben Rz 76), was zu einer Streubesitzpräsenz iHv 15.562.363 Stück Aktien führen würde:

	Präsenz in Aktien	Präsenz in %
Streubesitz (44,00% von 35.369.006)	<b>15 562 363</b>	51,12%
EVAX	<b>3 836 988</b>	12,60%
<b>Potentielles Gegengewicht</b>	<b>19 399 351</b>	<b>63,72%</b>
CPI (15% von insgesamt 73.608.896 ausübbar)	<b>11 041 334</b>	36,27%

82. Ferner ist – wie eingangs ausgeführt (Rz 51) – zu berücksichtigen, dass auch über die **Kapitalbeteiligung** Einfluss ausgeübt werden kann. Trotz unsicherer einfacher Stimmenmehrheit sind daher die **Auswirkungen der Kapitalbeteiligung** auf den Einfluss von CPI und die Möglichkeit, faktische Kontrolle auszuüben, näher zu untersuchen.
83. Besonders wichtige Beschlussgegenstände, wie etwa Satzungsänderungen oder Kapitalmaßnahmen, bedürfen zusätzlich zur Stimmenmehrheit auch einer  $\frac{3}{4}$ - Mehrheit des vertretenen Grundkapitals. Auf die Berechnung der Kapitalmehrheit haben satzungsmäßige Höchststimmrechte keine Auswirkungen (vgl die Nachweise bei GZ 2019/3/1-21 (*S IMMO*) Rz 17). Die Berechnung der Kapitalbeteiligung bleibt von einem allfälligen satzungsmäßigen Höchststimmrecht folglich unberührt.
84. Bei Abstimmungen über Satzungsänderungen können CPI und IMMOFINANZ zwar nur 15% der Stimmrechte ausüben, bei der Berechnung der Kapitalmehrheit von 75% ist aber das gesamte Paket an Aktien zu berücksichtigen. Während der Streubesitz (berechnet mit einer Präsenzquote iHv 33,22%) sowie EVAX eine Kapitalbeteiligung iHv 15.586.688 Aktien aufweisen, beschränkt das satzungsmäßige Höchststimmrecht die Kapitalbeteiligung von CPI und IMMOFINANZ nicht. Für diese zählen sämtliche 31.318.105 Stück Aktien. CPI ist damit eine Kapitalbeteiligung iHv ca. **66,77%** zuzurechnen. Sollte CPI ferner zusätzliche Anteile erwerben, etwa die Aktien von EVAX, würde die Kapitalbeteiligung bei einer prognostizierten Streubesitzpräsenz von 11.749.700 Stück Aktien auf **74,95%** (bzw 35.155.093 Stück Aktien) ansteigen.
85. CPI könnte damit jedenfalls Beschlüsse verhindern, welche die Kapitalmehrheit erfordern. UU könnte CPI (nach Erwerb der Aktien von EVAX) auch die erforderliche Kapitalmehrheit erreichen; wie ausgeführt aber nicht die erforderliche Stimmenmehrheit. Freilich stehen auch diese Berechnungen vorbehaltlich möglicher Abweichungen durch weitere Zukäufe oder einer Erhöhung der Streubesitzpräsenz.

86. **Zwischenergebnis:** Nach Ansicht des Senats ist zu verneinen, dass die Kapitalmehrheit bei mangelnder einfacher Stimmenmehrheit zu einer teleologischen Reduktion der Ausnahme gem § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG führt. In der Lit wird zur teleologischen Reduktion dieser Bestimmung insb auf den Stimmrechtseinfluss abgestellt (s Rz 49 ff). Eine übernahmerechtlich relevante Einflussnahme ist zwar in besonderen Situationen zweifellos auch über Kapitalbeteiligungen möglich, insbesondere können Beschlüsse dadurch verhindert werden. Mit einer entsprechenden Kapitalbeteiligung alleine können letztlich aber keine Beschlüsse gefasst werden. Vorrangig stellt das ÜbG auf die Einflussnahme über eine Zielgesellschaft durch eine Stimmrechtsausübung ab. Die Wirksamkeit eines satzungsmäßigen Höchststimmrechts kann nach Ansicht des Senats nicht allein aufgrund der vorgebrachten Beteiligungs- und Stimmverhältnisse ausgehebelt werden. Anzuerkennen ist auch, dass die Kapitalbeteiligung ein aktienrechtliches Schutzinstrument zu Gunsten gerade des Aktionärs ist, der aufgrund eines Höchststimmrechts nicht sein volles Stimmgewicht ausüben kann.

Die Möglichkeit, einen beherrschenden Einfluss auf die Zielgesellschaft auszuüben, ist allein durch das vorgebrachte Verhältnis von Stimmrechts- und Kapitalbeteiligung, insbesondere vor dem Hintergrund wechselnder Beteiligungsstrukturen und sich ändernder Hauptversammlungspräsenzen nach Ansicht des Senats nicht in zuverlässiger und dauerhafter Weise abgesichert. Bei einem Höchststimmrecht iHv 15% wäre insb bei einer Beteiligung von 85% gewiss, dass eine Beherrschungsmöglichkeit vorliegt. Die Beteiligungsverhältnisse im vorliegenden Fall führen nicht jedenfalls zu einem gesicherten beherrschenden Einfluss durch CPI trotz satzungsmäßigem Höchststimmrechts, weshalb nach Ansicht des Senats eine teleologische Reduktion der Ausnahme gem § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG nicht zulässig ist. Eine Beurteilung dahingehend, ab welchem Beteiligungsgrad die genannte Ausnahme jedenfalls nicht mehr greift, kann vorliegend offenbleiben.

### III. Angebotsstrukturierung

#### a. Vorbemerkung

87. Einleitend ist festzuhalten, dass der Bieter durch seine Gestaltungsfreiheit grundsätzlich die Kontrolle über eine Zielgesellschaft entweder durch ein Pflichtangebot (als Rechtsfolge des Erwerbs einer kontrollierenden Beteiligung) oder durch ein freiwilliges Übernahmeangebot zur Kontrollerlangung erreichen kann. Die **Wahlfreiheit** des Bieters besteht somit zwischen einem (1) **Pflichtangebot** und einem (2) **Übernahmeangebot auf Kontrollerlangung**. Zulässig ist ferner, das Pflichtangebot durch ein freiwilliges Übernahmeangebot zur Kontrollerlangung iSd § 25a ÜbG zu antizipieren (das sogenannte **antizipierte Pflichtangebot**), was in weiterer Folge von der Stellung eines weiteren (Pflicht-)Angebots befreit.

88. Vorauszuschicken ist an dieser Stelle, dass die Antragstellerin im vorliegenden Fall bereits über eine kontrollierende Beteiligung iSd § 22 ÜbG verfügt. Diese vermittelt aber gemäß § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG wegen des bestehenden Höchststimmrechts keinen beherrschenden Einfluss (siehe dazu ausführlich Rz 64 ff), weshalb die Wahlfreiheit in Bezug auf die Variante (1), das Pflichtangebot, in Bezug auf die S IMMO eingeschränkt ist. Die Ausnahme greift *ex lege*. Dies korreliert auch mit dem Zweck des Höchststimmrechts, das nach der Lit idealtypisch als Instrument der Einflussbegrenzung von Großaktionären zugunsten des Streubesitzes (*Jud/Zollner/Terlitz*, Höchststimmrechte bei der Ermittlung übernahmerechtlicher Schwellenwerte, NZ 2002, 65) und daher als „*Mittel der präventiven Verhinderung unerwünschter Übernahmen angesehen*“ wird (siehe die Nachweise in *Nowotny*, Höchststimmrecht als Abwehrmechanismus gegen Übernahmen? RdW 2001, 130). Ausweislich der Materialien führt (allenfalls) erst das Aufheben des Höchststimmrechts zu einer Angebotspflicht (ErlRV 1334 BlgNR XXII GP 15).
89. Die Antragstellerin legt in ihrem Antrag jedoch dar, dass ein mögliches Angebot an die Aktionäre der S IMMO **der vorherigen fusionskontrollrechtlichen Freigabe bedürfe**. Dies deshalb, da uU bereits die Beschlussfassung über die Aufhebung des Höchststimmrechts gegen das kartellrechtliche Durchführungsverbot verstoßen würde. Anders ausgedrückt möchte die Antragstellerin ein Pflichtangebot durch die Aufhebung des Höchststimmrechts auslösen, wengleich festzuhalten ist, dass dies nicht durch CPI allein herbeigeführt werden kann, sondern einen entsprechen Beschluss der Aktionäre der S IMMO bedarf.
90. Durch die **Verbindung der zusammenschlussrechtlichen Anmeldungen mit der Aufhebung des Höchststimmrechts** als Voraussetzung für die Kontrollerlangung durch die Bieterin ergeben sich aber Schwierigkeiten, das übernahmerechtliche Fristenregime einzuhalten (insb die Sperrfrist gem § 21 ÜbG). Im Folgenden sollen daher die Voraussetzungen der Zusammenschlusskontrolle sowie der maßgebliche Zeitpunkt der Kontrollerlangung im Gefolge einer Aufhebung des Höchststimmrechts untersucht werden, um die gewonnenen Erkenntnisse für die geplante Angebotsstrukturierung der Bieterin nutzbar zu machen.

#### **b. Zusammenschlusskontrolle - Durchführungsverbot**

91. Die Fusionskontrolle stehe nach dem Vorbringen von CPI in einem Spannungsverhältnis zur gewünschten Angebotsstrukturierung, weil die Möglichkeiten der Antragstellerin beschränkt werden (vgl Pkt 11.1 ff des Antrags). Übernahmeangebote sind idR auch kartellrechtlich relevant, weil mit diesen ein „*unmittelbare[r] oder mittelbare[r] Erwerb von Anteilen an einer Gesellschaft [einhergeht...] wenn dadurch ein Beteiligungsgrad von 25%, als auch dann, wenn dadurch ein solcher von 50% erreicht oder überschritten wird*“ erfolgt. (vgl § 7 Abs 1

Z 3 KartG). Aber auch „eine sonstige Verbindung von Unternehmen, auf Grund deren ein Unternehmer unmittelbar oder mittelbar einen beherrschenden Einfluss auf ein anderes Unternehmen ausüben kann“ gilt als anmeldepflichtiger Zusammenschluss gem § 7 Abs 1 Z 5 KartG.

92. Das Fusionskontrollverfahren ist dem Übernahmeverfahren jedoch nicht grundsätzlich vorgeschaltet. Dies wäre auch wenig praktikabel, weil der Kapitalmarkt umgehend auf die Veröffentlichung des Zusammenschlussantrags reagieren würde (vgl auch *Urlesberger in Petsche/Urlesberger/Vartian*, KartG<sup>2</sup> [2016] § 17 KartG Rz 9). Die Kapitalmarktteilnehmer würden eine vorgeschaltene Information in ihre Anlageentscheidung einpreisen und dies könnte den Angebotspreis für das Übernahmeverfahren aus Bietersicht verteuern (vgl auch Pkt 11.4 aE). Dies ist insbesondere auch mit Blick auf § 26 ÜbG von Relevanz, dessen Zweck – durch das Einfrieren des Berechnungszeitraumes mit der Absichtsbekanntgabe – die Heranziehung eines nicht durch Übernahmephantasien beeinflussten Durchschnittskurses ist (*Huber in Huber*, ÜbG<sup>2</sup> § 26 Rz 10).
93. Das österreichische KartG kennt – im Unterschied zur FKVO – **keine Legalausnahme** (vom Durchführungsverbot) für öffentliche Übernahmeangebote. Ein Verstoß gegen das Durchführungsverbot gem Art 7 Abs 1 FKVO liegt gem Art 7 Abs 2 FKVO – vereinfacht dargestellt – nicht vor, wenn der Kontrollerwerb mittels Übernahmeangebot erfolgt und der Vollzug nach der Absichtsbekanntgabe eines solchen Angebots bis zum Erlass der abschließenden Entscheidung der Europäischen Kommission ausgesetzt wird (vgl *Urlesberger in Petsche/Urlesberger/Vartian*, KartG<sup>2</sup> [2016] § 17 KartG Rz 9). Die Gewährung einer **Ausnahme vom Vollzugsverbot** im Einzelfall sieht das österreichische KartG jedoch nicht vor (vgl *Reidlinger/Hartung*, Das österreichische Kartellrecht<sup>4</sup> [2019] 210).
94. Eine „**Durchführung**“ des Zusammenschlusses wird idR mit der sachenrechtlichen Übertragung der Unternehmensanteile erfolgen. Wurden die Gesellschaftsanteile bereits übereignet, ist schon die daraus resultierende **Möglichkeit der Einflussnahme** auf die Markttätigkeit des erworbenen Unternehmens als Durchführung des Zusammenschlusses zu betrachten (*Reidlinger/Hartung*, Das österreichische Kartellrecht<sup>4</sup> [2019] 212). Im Zusammenhang mit Auslandszusammenschlüssen sei die Praxis der BWB in der Vergangenheit pragmatisch: Der bloße Erwerb der Aktien sei nicht als Verstoß gegen das Durchführungsverbot betrachtet worden, solange vom Erwerber keine Kontrollmaßnahmen gesetzt wurden. Nach *Reidlinger/Hartung* sei aber fraglich, ob „*diese Praxis auch nach der E des KOG 16 Ok 2/17f weiter Bestand haben wird*“ (*Reidlinger/Hartung*, Das österreichische Kartellrecht<sup>4</sup> [2019] 212).
95. Nach Ansicht des Senats ist nicht abschließend geklärt, ob – wie durch die Antragstellerin vorgebracht – bereits die **Beschlussfassung** über die Abschaffung des Höchststimmrechts einen Verstoß gegen das Durchführungsverbot darstellt. [...]

Vorsätzliche oder fahrlässige Verstöße gegen das Durchführungsverbot gem § 17 KartG sind nach § 29 Abs 1 lit a KartG mit Geldbußen bis zu einem Höchstbetrag von 10% des im vorausgegangenen Geschäftsjahr erzielten Gesamtumsatzes des betreffenden Unternehmers zu ahnden. Die Antragstellerin geht selbst davon aus (vgl Pkt 11.2), dass spätestens im **Zeitpunkt der Anmeldung** eines Beschlusses zur Eintragung der geänderten Satzung im Firmenbuch alle fusionskontrollrechtlichen Freigaben vorliegen müssten. Die Beantwortung der Frage, zu welchem **Zeitpunkt ein Verstoß gegen das Durchführungsverbot** zu bejahen ist, liegt nicht in der Kompetenz der ÜbK und kann für die hier zu beurteilenden Fragen auch dahinstehen.

### c. **Aufhebung des Höchststimmrechts - Zeitpunkt der Kontrollerlangung**

#### i. **Grundlegendes**

96. Die Antragstellerin ersucht um Stellungnahme der ÜbK, wann für diese eine Angebotspflicht in Bezug auf die S IMMO besteht. Die Aufhebung des Höchststimmrechts soll das auslösende Ereignis für das Pflichtangebot gem § 22 ÜbG an die Aktionäre der S IMMO darstellen. Kommt es durch einen Hauptversammlungsbeschluss zur Aufhebung dieses Übernahmehindernisses, würde die Angebotspflicht ausgelöst werden.

97. Um in diesem Zeitpunkt nicht gegen das zusammenschlussrechtliche Durchführungsverbot zu verstoßen und auch den Preis des Übernahmeangebots nicht zu beeinflussen, solle die Absichtsbekanntgabe gem § 5 ÜbG bereits mit der Anmeldung des (vorgeschalteten) Zusammenschlussverfahrens erfolgen. Nach Ansicht der Antragstellerin solle daher die Sperrfrist nach § 21 ÜbG teleologisch reduziert werden (siehe dazu Rz 22).

#### ii. **Zeitpunkt der Angebotspflicht**

98. Es ist insofern zunächst zu klären, zu welchem **Zeitpunkt eine Angebotspflicht** ausgelöst wird. Fraglich ist, ob bereits der Tag der Beschlussfassung der Hauptversammlung über die Aufhebung des Höchststimmrechts oder der Tag der Eintragung der geänderten Satzung in das Firmenbuch hierfür maßgeblich ist.

Die Rechtsvertreter der Antragstellerin bringen vor, dass der **Tag der Beschlussfassung** maßgeblich sei. Anderenfalls werde der Zielgesellschaft und ihren Organen eine Möglichkeit zur Einflussnahme auf das laufende Angebotsverfahren gegeben. Denn „*der Zeitpunkt der Firmenbucheintragung einer Satzungsänderung [sei] jeglicher Einflussnahme durch die Antragstellerin entzogen*“. Zutreffend an dieser Argumentation ist, dass die Anmeldebefugnis den anmeldepflichtigen bzw

vertretungsbefugten Organen der Zielgesellschaft obliegt. Allerdings trifft den Vorstand der Zielgesellschaft bereits **aktienrechtlich die Pflicht**, die Anmeldung der Satzungsänderung ins Firmenbuch vorzunehmen (§ 148 Abs 1 AktG), wenngleich eine Bedachtnahme auf die einmonatige Anfechtungsfrist gem § 197 Abs 2 AktG grundsätzlich möglich ist. Sollte die Anmeldung während eines laufenden Angebotsverfahrens unzulässigerweise verzögert werden, stellen sich ferner aus **übernahmerechtlicher Sicht** Fragen hinsichtlich einer möglichen **Verhinderung und des Objektivitätsgebotes** (§ 12 ÜbG). Damit steht die Firmenbucheintragung aber auch nicht im Ermessen oder der Willkür der Organe der Zielgesellschaft oder anderer Dritter. Diese haben rechtskonform zu handeln. Rechtswidriges Verhalten ist nicht zu unterstellen. Aus rechtspraktischer Sicht kann überdies argumentiert werden, dass die Bieterin sehenden Auges ein Angebot für eine Emittentin stellt, die ein satzungsmäßiges Höchststimmrecht statuiert hat. Insofern sind auch die mit der Aufhebung verbundenen Kautelen (etwa die Einberufung der HV, die Dauer der Ausfertigung der Niederschrift durch den beurkundenden Notar und die Firmenbucheintragung im Einflussbereich des Vorstands der Zielgesellschaft) nicht überraschend.

99. Die Wertung gem § 148 Abs 3 AktG ist nach Ansicht des Senats insofern deutlich und spricht dafür, dass eine Angebotspflicht grundsätzlich erst mit der **Eintragung der geänderten Satzung in das Firmenbuch** eintritt. Erst mit der Eintragung in das Firmenbuch werden Satzungsänderungen rechtlich wirksam. Umgekehrt erscheint es auch nicht gerechtfertigt, die Angebotspflicht bereits im Zeitpunkt der Beschlussfassung zu bejahen. Diesfalls bestünde bis zur Firmenbucheintragung (mit der die Aufhebung des Höchststimmrechts rechtswirksam wird) die Gefahr, dass die Angebotspflicht wegfällt bzw gar nicht erst entsteht.
100. Nicht unerwähnt soll bleiben, dass mit dem Abstellen auf die Eintragung freilich weitere Variablen in das Angebotsverfahren einbezogen werden. Eine verzögerte Aufhebung des Höchststimmrechts und damit der Kontrollerlangung durch CPI könnte ferner durch die Möglichkeit von Anfechtungsklagen eintreten. Das Firmenbuchgericht kann das Eintragungsverfahren bis zur rechtskräftigen Entscheidung des Beschlussanfechtungsverfahrens unterbrechen, wenn eine Satzungsänderung vom Ergebnis einer anhängigen Beschlussanfechtungsklage abhängt; alternativ kann ungeachtet des anhängigen Anfechtungsverfahrens die Eintragung verfügt werden. Das Firmenbuchgericht hat aber gem § 19 Abs 2 FBG von einer Unterbrechung abzusehen und auf Grund der Aktenlage zu entscheiden, wenn das rechtliche oder wirtschaftliche Interesse an einer raschen Erledigung erheblich überwiegt (weitergehend *G. Kodek in Kodek/Nowotny/Umfahrer*, FBG § 19 Rz 5 ff).
101. **Zwischenergebnis:** Nach Ansicht des Senats ist für das Auslösen eines Pflichtangebots durch die Aufhebung eines Höchststimmrechts auf den **Zeitpunkt der Eintragung im Firmenbuch** abzustellen. Durch den damit verbundenen Verfahrensablauf (etwa Eintragung der Satzungsänderung ins Firmenbuch,

Ausfertigung der Niederschrift durch den beurkundenden Notar, Möglichkeit von Anfechtungsklagen) ist der genaue Zeitpunkt für die Bieterin nicht klar absehbar. Dieser Umstand ist allerdings der (komplexen) Transaktionsstruktur geschuldet und ist nicht dem freien Ermessen oder der Willkür Dritter ausgesetzt.

#### **d. Angebotsgestaltung – teleologische Reduktion der Sperrfrist**

##### **i. Überblick**

102. Nach dem Vorbringen der Antragstellerin sei die Absichtsbekanntgabe gemäß § 5 Abs 3 ÜbG (gemeint wohl Z 1 „*Vorstand und Aufsichtsrat [haben] die Entscheidung, ein Angebot zu Stellen*“ getroffen) gleichzeitig mit der Anmeldung iZm dem vorgeschalteten Fusionskontrollverfahren zu veröffentlichen, um Marktverzerrungen durch die Veröffentlichung der angemeldeten Fusionen zu vermeiden (siehe Pkt 11.4. des Antrags).
103. Diese Absichtsbekanntgabe würde das übernahmerechtliche Fristenregime auslösen. Sofern keine Fristerstreckung gem § 10 Abs 1 ÜbG erfolgen würde, hätte die Anzeige der Angebotsunterlage innerhalb von zehn Börsetagen zu erfolgen. Stellt die Bieterin innerhalb von 40 Börsetagen kein Angebot, trifft diese die Sperrfrist gem § 21 ÜbG. Die Sperrfrist gem § 21 ÜbG soll nach dem Vorbringen der Antragstellerin reduziert werden, um im Zeitpunkt der möglichen Aufhebung des Höchststimmrechts nicht gegen das zusammenschlussrechtliche Durchführungsverbot und das übernahmerechtliche Fristenregime zu verstoßen.
104. Wenn der Erwerb einer kontrollierenden Beteiligung von einer behördlichen Genehmigung oder Nichtuntersagung oder anderen zwingend einzuhaltenden Transaktionsschritten abhängig ist (etwa auch einem Kontrollerwerb durch Umgründungen), kann aus der „vorzeitigen“ Veröffentlichung der Absicht gem § 5 ÜbG eine „**Fristenfall**“ im Hinblick auf die Sperrfrist nach § 21 ÜbG entstehen.
105. Einem derartigen Normwiderspruch könnte uU mit einer teleologischen Reduktion der Sperrfrist begegnet werden (*Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht<sup>2</sup> Rz 131; *Winner*, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme 137 f). Die Aufhebung des Höchststimmrechts (als auslösendes Momentum für die Kontrollerlangung) könne erst nach den vorherigen fusionskontrollrechtlichen Freigaben erfolgen, weshalb es zu einer Verzögerung der Angebotsdurchführung komme. Die Antragstellerin bringt unter Verweis auf *Winner* (Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme 137 f) vor, dass die Sperrfrist trotz einer Absichtsbekanntgabe gem § 5 ÜbG im Zeitpunkt der zusammenschlussrechtlichen Anmeldungen nicht auf die Antragstellerin Anwendung finden solle und eine Abweichung vom übernahmerechtlichen Fristenregime zulässig sei.

106. Im Einzelfall kann es nach *Winner* „**geradezu unmöglich** sein, der Frist von 40 Börsetagen ab der Bekanntmachung zu entsprechen“. „Ist die Erfüllung der Pflicht nach § 21 aus **rechtlichen Gründen**, wie zB wegen des Erfordernisses der Einberufung einer Hauptversammlung oder Ähnlichem, nicht möglich“ spricht dies nach *Winner* für eine teleologische Reduktion der Sperrfrist gem § 21 ÜbG (*Winner*, Die Zielgesellschaft in der freundlichen Übernahme [2002] 137 f; auf diesen verweisend auch *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht<sup>2</sup> Rz 131). Als Beispiel wird ferner die Einholung einer behördlichen Genehmigung genannt, die mehrere Monate dauern kann (*Gall in Huber*, ÜbG<sup>2</sup> § 21 Rz 20 f mwN).

107. Die Wertungen betreffend die teleologische Reduktion der Sperrfrist überträgt die Antragstellerin auf den vorliegenden Sachverhalt, da die Firmenbucheintragung zur Aufhebung des satzungsmäßigen Höchststimmrechts der S IMMO der vorherigen fusionskontrollrechtlichen Freigabe in einigen Jurisdiktionen bedürfe.

## ii. Bisherige Rsp der ÜbK

108. Die Übernahmekommission hat sich – soweit ersichtlich – im Rahmen von zwei Verfahren (Bescheid zur GZ 2005/1/4-127 [*Bank Austria*] sowie Stellungnahme zur GZ 2017/3/3 [*Wiener Privatbank*]) mit der Frage einer möglichen teleologischen Reduktion der Sperrfrist gem § 21 ÜbG auseinandergesetzt.

109. Im Verfahren zur GZ 2005/1/4-127 [*Bank Austria*] ging es um die angedachte Zusammenführung der UniCredit und HVB (die eine kontrollierende Beteiligung an der börsennotierten Bank Austria iHv 77,5% hielt). Die formale Handhabung der Sperrfristregelung gemäß § 21 ÜbG und ihr Einsetzen wurden nach Ansicht des 1. Senats ua aufgrund des grenzüberschreitenden Charakters der Übernahme und dem Vorbeugen möglicher Übernahmephantasien für den Angebotspreis abgelehnt. Eine starre Auslegung der 40-tägigen Frist in § 21 Abs 2 ÜbG sollte den Bieter ferner nicht für die Gesetzestreue in Zusammenhang mit der Absichtsbekanntgabe bestrafen. Zusammenfassend stellte der 1. Senat fest, dass das Einsetzen der Sperrfrist nach der Bekanntmachung von Überlegungen (30.05.2005) im konkreten Fall überschießend wäre.

110. Der 3. Senat ließ in der Stellungnahme GZ 2017/3/3 (*WPB*) eine teleologische Reduktion des § 21 Abs 2 ÜbG unter dem Einfluss eines Vertragsabschlusses zu, der vorbehaltlich der aufsichtsbehördlichen Zustimmung der zuständigen Kartellbehörden und der Genehmigung bzw Nichtuntersagung der FMA gemäß § 20 ff BWG unterlag:

*„Im vorliegenden Fall ist eine teleologische Reduktion des § 21 Abs 2 ÜbG geboten. Regelungszweck des § 21 Abs 2 ÜbG ist die rasche Durchführung der geplanten*

*Übernahme und damit einhergehend die möglichst geringe Behinderung der Zielgesellschaft in ihrer Geschäftstätigkeit (siehe oben Punkt 1.3.). Der Gesetzgeber hatte dabei jene typischen Fälle vor Augen, in denen der potentielle Bieter auch zur Stellung des Angebots zeitnah zur öffentlichen Ankündigung der Übernahme in der Lage ist. Dies trifft in der Regel auf Fälle zu, in denen der Bieter den die Angebotspflicht auslösenden Kontrollerwerb binnen der Frist von 40 Börsetagen vollziehen kann. Kann der Bieter den Kontrollerwerb hingegen binnen dieser Frist aus rechtlichen Gründen nicht vollziehen, wäre es nicht sachlich gerechtfertigt, wenn man ihn angesichts der drohenden Sperrfrist zu einer (vorgezogenen) Angebotslegung (in der Praxis entwickelte sich dafür der Begriff „**antizipatorisches/antizipiertes Pflichtangebot**“) zwingen würde. Dies wird insbesondere bei der Einhaltung eines gesetzlich angeordneten Durchführungsverbots deutlich, das dem Käufer den Vollzug des Erwerbs der kontrollierenden Beteiligung vor Erteilung der Genehmigung durch die jeweilige Behörde verbietet. Hält sich der Käufer an dieses Verbot und macht er den Erwerb der kontrollierenden Beteiligung von einer erforderlichen behördlichen Genehmigung abhängig, würde der Käufer der kontrollierenden Beteiligung für seine Gesetzestreue bestraft werden, wenn er binnen der Frist von 40 Börsetagen ein Übernahmeangebot stellen müsste (siehe auch ÜbK GZ 2005/1/4 [BACA]; Gall in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 21 Rz 20; Winner, Zielgesellschaft 137 ff).*

### iii. Ansicht des Senats

111. Die Antragstellerin bringt vor, dass im vorliegenden Fall durch die teleologische Reduktion der Sperrfrist der Fristenlauf für das geplante Pflichtangebot erst mit der Firmenbucheintragung der geänderten Satzung zu laufen beginnen soll. Die Stellung des Pflichtangebots soll dann *„unverzüglich und jedenfalls fristgerecht erfolg[en], sobald die in Folge Beschlussfassung über die Aufhebung des Höchststimmrechts geänderte Satzung von S IMMO im Firmenbuch eingetragen wurde“*. Die Absichtsbekanntgabe für das Pflichtangebot solle hingegen bereits im Zeitpunkt eines möglichen Einberufungsverlangens für die Hauptversammlung erfolgen. In der Absichtsbekanntgabe sollen bereits die beiden Preisgrenzen gem § 26 ÜbG angegeben werden.
112. Wie ausgeführt gab es bereits Fälle, in denen die Sperrfrist teleologisch reduziert wurde. Fraglich ist, ob dies auch im vorliegenden Fall – **aufgrund des Höchststimmrechts** – gerechtfertigt ist. Statt eines **freiwilligen Angebots auf Kontrollerlangung** stellt die Bieterin mit der vorliegenden Angebotsgestaltung und der teleologischen Reduktion der Sperrfrist auf die Auslösung eines **Pflichtangebots** durch die Eintragung der geänderten Satzung der S IMMO ab. Das Pflichtangebot hat im Vergleich zum freiwilligen Angebot auf Kontrollerlangung ua den Unterschied, dass es nicht von einer gesetzlichen 50%-igen Mindestannahmeschwelle abhängig ist.

113. Festzuhalten ist, dass es sich bei der Aufhebung des Höchststimmrechts und der für die Wirksamkeit erforderlichen firmenbuchgerichtlichen Eintragung im Gegensatz zu anderen Verfahren – abweichend von der Zusammenschlusskontrolle oder dem Eigentümerkontrollverfahren gemäß §§ 20 ff BWG – um kein behördlich vorgeschriebenes Verfahren bzw unverzichtbare Voraussetzungen handelt. Die Erfüllung der Sperrfrist nach § 21 ÜbG ist **nicht aus rechtlichen Gründen unmöglich**. Für die Bieterin bestünde mit dem freiwilligen Angebot auf Kontrollerlangung theoretisch eine andere Angebotsstruktur. Wenngleich anzumerken ist, dass auch die Abwicklung eines freiwilligen Angebots auf Kontrollerlangung im vorliegenden Fall nicht völlig friktionsfrei wäre und mit Schwierigkeiten verbunden sein kann. Zu fragen ist daher, ob die Aufhebung des Höchststimmrechts in Zusammenschau mit dem kartellrechtlichen Verfahren eine ausreichende Rechtfertigung für die teleologische Reduktion darstellt.
114. Eine derartige Transaktionsstrukturierung hat zur Folge, dass der **Angebotsprozess verlängert** wird. Durch die Absichtsbekanntgabe im Zeitpunkt der Anmeldung des Zusammenschlusses wird zudem der Angebotspreis eingefroren, um diesen vor etwaigen Übernahmephantasien zu schützen. Abweichend vom sonstigen gesetzlichen Verfahrenslauf und dem Beschleunigungsgrundsatz (§ 3 Z 5 ÜbG) werden aufgrund einer teleologischen Reduktion der Sperrfrist durch die geplante Aufhebung des Höchststimmrechts auch (zeitliche) **Unsicherheiten** in das Angebotsverfahren eingetragen. Das Abweichen vom Gesetzeswortlaut des § 21 ÜbG für das Einsetzen der Sperrfrist führt dazu, dass mögliche Anfechtungsklagen oder eine verspätete Einberufung der Hauptversammlung den Beginn der Annahmefrist des Pflichtangebots verzögern. Denn ein **Pflichtangebot** wird erst durch die Eintragung der geänderten Satzung der S IMMO ausgelöst. Es ist daher zu untersuchen, ob die teleologische Reduktion des § 21 ÜbG im vorliegenden Fall sachlich gerechtfertigt ist. **Voraussetzung einer teleologischen Reduktion** ist, *„dass eine umschreibbare Fallgruppe von den Grundwertungen oder Zwecken des Gesetzes entgegen seinem Wortlaut gar nicht getroffen wird u dass sie sich von den „eigentl gemeinten“ Fallgruppen soweit unterscheidet, dass die Gleichbehandlung sachl ungerechtfertigt u willkürli wäre“* (vgl G. Kodek in Rummel/Lukas, ABGB<sup>4</sup> § 7 ABGB Rz 61 mwN).
115. Es ist **abzuwägen**, ob das Interesse des Bieters an der Transaktionsgestaltung sich derart vom gesetzlichen Regelfall und möglichen Ausnahmen (insb wenn die Erfüllung der Frist gem § 21 ÜbG aus rechtlichen Gründen unmöglich ist) unterscheidet, sodass ein Fehlen einer nach der ratio des Gesetzes notwendigen Ausnahme für den vorliegenden Fall zu bejahen ist (*Schauer* in ABGB-ON<sup>1.01</sup> § 7 Rz 18). Eine teleologische Reduktion der Bestimmung ist stets mit Blick auf das Telos der Bestimmung zu beurteilen. Wie ausgeführt ist **Regelungszweck** des § 21 Abs 2 ÜbG die rasche Durchführung der geplanten Übernahme und damit einhergehend die möglichst **geringe Behinderung der Zielgesellschaft** in ihrer Geschäftstätigkeit.

Ferner sind die **Interessen der Beteiligungspapierinhaber** zu berücksichtigen (vgl auch § 21 Abs 4 ÜbG). Schutzobjekt gem § 21 ÜbG sind neben der Zielgesellschaft auch die Marktteilnehmer und damit vor allem die Angebotsadressaten (*Gall in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 21 Rz 1*). Zu fragen ist, ob die Interessen der Zielgesellschaft diesfalls durch eine teleologische Reduktion der Bestimmung gewahrt werden oder deren Interessen entgegen einer solchen sprechen.

116. In diesem Zusammenhang ist auch anzumerken, dass es sich beim Höchststimmrecht um ein Übernahmehindernis handelt, dessen Einführung sowie Aufhebung im **aktienrechtlichen Ermessen** des Aktionariats steht und damit unabhängig vom übernahmerechtlichen Angebotsverfahren erfolgt. Dies ist formal richtig, da eine Verknüpfung von Angebotsverfahren sowie Höchststimmrecht nicht zwingend ist. Allerdings gründet sich die teleologische Reduktion der Sperrfrist und damit das Abweichen vom Gesetzeswortlaut und dem übernahmerechtlichen Fristenregime nicht ausschließlich auf eine Rechtspflicht der Bieterin (etwas durch das Kartellrecht oder ein Eigentümerkontrollverfahren nach §§ 20 ff BWG), sondern auf die ausgelöste „Fristenfalle“ (siehe Rz 104).

117. Wie ausgeführt wäre die „Alternative“ der Bieterin die Stellung eines **freiwilligen Angebots auf Kontrollerlangung**. Aber auch dieses ist im vorliegenden Fall nicht völlig friktionsfrei. Ein freiwilliges Angebot auf Kontrollerlangung würde – gerade wegen der unterschiedlichen Fristenläufe – die Gefahr des Scheiterns beinhalten, obwohl das Höchststimmrecht aufgehoben werden könnte. Dies etwa dann, wenn das freiwillige Angebot die gesetzliche Mindestannahmeschwelle von 50% nicht erreicht oder eine andere Bedingung nicht erfüllt wäre, die Aufhebung des Höchststimmrechts allerdings beschlossen wurde. Dies wäre sowohl für die Bieterin als auch für die Aktionäre der S IMMO problematisch: Die Aktionäre der S IMMO hätten dann keine Ausstiegsmöglichkeit erhalten, das Höchststimmrecht wäre aber aufgehoben. Umgekehrt hätte CPI durch das Aufheben des Höchststimmrecht eine kontrollierende Beteiligung mit beherrschendem Einfluss erlangt, womit letztlich gerade erst ein Pflichtangebot ausgelöst werden würde. CPI dürfte in diesem Fall allerdings kein Pflichtangebot mehr stellen, weil durch das Scheitern des freiwilligen Angebots auf Kontrollerlangung gerade die Sperrfrist ausgelöst worden wäre. Dieses Ergebnis würde im Widerspruch mit der *ratio legis* und den übernahmerechtlichen Grundsätzen stehen, insbesondere mit dem Grundsatz der Interessenwahrung der beteiligten Akteure und der gebotenen geringen Behinderung der Zielgesellschaft in ihrer Geschäftstätigkeit.

118. **Zwischenergebnis:** Im vorliegenden Fall ist eine teleologische Reduktion der Sperrfrist nach Ansicht des Senats sachlich gerechtfertigt. Bisher hat die ÜBK diese für den Eintritt zwingend gesetzlich vorgesehener Bedingungen oder Verfahren als sachlich gerechtfertigt angesehen. Im vorliegenden Fall handelt es sich um ein ähnlich gelagertes Problem; ausgelöst durch Fristen, die der Bieterin (gesetzlich) vorgeschrieben sind. Der beherrschende Einfluss der Beteiligung soll durch eine Aktionärsentscheidung

herbeigeführt werden. Sofern die für das Pflichtangebot entscheidenden Parameter bereits in der Absichtsbekanntgabe und damit vor der Aktionärsentscheidung offengelegt werden, ist nach Ansicht des Senats eine teleologische Reduktion der Sperrfrist im vorliegenden Fall gerechtfertigt.

In diesem Fall steht es mit den allgemeinen Grundsätzen für öffentliche Übernahmeangebote im Einklang, die Absichtsbekanntgabe gemäß § 5 Abs 3 ÜbG im Zeitpunkt des Aktionärsverlangens gemäß § 105 Abs 3 AktG bzw der Anmeldung der fusionskontrollrechtlichen Freigaben vorzunehmen.

Die Sperrfrist gemäß § 21 Abs 2 ÜbG beginnt sohin 40 Börsertage nach dem Tag, an dem die kontrollierende Beteiligung einen beherrschenden Einfluss vermittelt. Dies ist im vorliegenden Fall der Tag der Firmenbucheintragung der Aufhebung des Höchststimmrechts.

119. Ergänzend sei angemerkt, dass die Zulässigkeit einer **teleologischen Reduktion der Sperrfrist** zu einer vorverlagerten „preishemmenden“ Wirkung der Absichtsbekanntgabe führt. Mit der Absichtsbekanntgabe erfolgt gem § 26 Abs 1 ÜbG das „Einfrieren“ des Berechnungszeitraums für den 6-Monats-VWAP (die Frist für Vorerwerbe richtet sich hingegen grundsätzlich nach der späteren Anzeige des Angebots). Unklar ist, wie lange das „Einfrieren“ des Berechnungszeitraumes gerechtfertigt ist. Somit stellt sich die Frage, wie lange der festgesetzte 6-Monats-VWAP für ein späteres Angebotsverfahren aussagekräftig bleibt. Bei langlaufenden Erwerbshindernissen (etwa einem Eigentümerkontrollverfahren gemäß §§ 20 ff BWG) könnte eine Preisanpassung (deren Berechnungskriterien fraglich und nicht explizit gesetzlich geregelt sind) erforderlich sein, um ein Abstellen auf einen nicht aktuellen bzw nicht mehr aussagekräftigen VWAP zu vermeiden. Als mit dem Eintritt der kartellrechtlichen Freigaben nach dem Vorbringen der Antragstellerin innerhalb von zwei Monaten nach erfolgter Absichtsbekanntgabe zu rechnen sei, ist – sofern keine besondere Umstände hinzutreten – nicht davon auszugehen, dass der so errechnete VWAP nicht mehr aussagekräftig wäre. Sollte sich hingegen insbesondere der Eintritt der Angebotspflicht deutlich verzögern, ist eine neuerliche Beurteilung dieser Frage erforderlich.

#### **IV. Weitere Themen**

##### **a. Variabler Angebotspreis**

120. Die Antragstellerin führt in ihrem Antrag (Pkt 15 lit b aE) aus, dass die ziffernmäßige Festlegung des finalen Angebotspreises nicht bereits in der Absichtsbekanntgabe

erfolgen solle. Denn für den Fall einer „erfolgreichen Aufhebung des Höchststimmrechts“ solle der Angebotspreis höher festgelegt werden können. Anzumerken ist, dass dieser Punkt nur als Antragstellungspunkt, nicht hingegen in den sonstigen Ausführungen aufgenommen ist. Es finden sich somit keine näheren Angaben zur genauen Ausgestaltung der variablen Preisfestsetzung im Antrag.

121. Fraglich ist nach Ansicht des Senats, ob ein in Aussicht gestellter, aber nicht näher genannter, höherer Preis im konkreten Fall zulässig ist. Dies insbesondere vor dem Hintergrund, dass dieser nur im Zusammenhang mit der Aufhebung des Höchststimmrechts in Aussicht gestellt wird und damit dessen Aufhebung durch die Beteiligungspapierinhaber befördern soll, aber das Ausmaß des höheren Preises unklar ist.
122. Im Übernahmeverfahren sind die allgemeinen Grundsätze des Übernahmerechts zu beachten, wozu insbesondere das **Transparenzgebot** iSd § 3 Z 2 ÜbG zählt. Demnach sind den Angebotsadressaten genügend Zeit sowie hinreichende Informationen über das Angebot zu geben, um in voller Kenntnis der Sachlage entscheiden zu können. Das Aufheben des Höchststimmrechts stellt zwar faktisch keine Bedingung des Angebots iSd § 8 ÜbG dar. Die Aufhebung des Höchststimmrechts ermöglicht jedoch im vorliegenden Fall erst, dass ein Pflichtangebot ausgelöst wird. Vor diesem Hintergrund kommt aber dem in der Absichtsbekanntgabe angekündigten (Unter-)Preis keine Bedeutung zu, da zu diesem Preis – mangels Eintritt des Angebotspflicht – kein Angebot gestellt wird.
123. In Aussicht zu stellen, dass „*der Preis des Pflichtangebots jedoch im Fall einer erfolgreichen Aufhebung des Höchststimmrechts [...] höher festgelegt werden könnte*“ hat nach Ansicht des Senats daher kaum Aussagekraft und könnte vielmehr in die Irre führen, dass ein Angebot auch dann gestellt werden würde, wenn das Höchststimmrecht nicht aufgehoben wird. Dies ist wie ausgeführt aber nach der angedachten Angebotsstruktur nicht der Fall.
124. Die Zulässigkeit einer **variablen Gegenleistung** wurde bisher in der österreichischen Lit – soweit ersichtlich – nicht diskutiert. Die deutsche Lit lässt eine variable oder formelmäßige Ausgestaltung der Gegenleistung aber überwiegend zu, sofern diese hinreichend verständlich bzw bestimmbar ist und dem Transparenzgebot entspricht (*Thoma in Baums/Thoma Kommentar zum WpÜG<sup>3.Lfg</sup> § 11 Rz 59 f*; *Marsch-Barner in Baums/Thoma Kommentar zum WpÜG<sup>13.Lfg</sup> § 31 Rz 63*). Demnach ist es ausreichend, wenn die Höhe der gebotenen Gegenleistung aufgrund einer angegebenen Berechnungsformel angegeben wird (*Thoma in Baums/Thoma Kommentar zum WpÜG<sup>13.Lfg</sup> § 11 Rz 59 f*). Die Anforderungen an die Berechnungsformel sind jedenfalls, dass der Preis, der dieser Berechnung entspringt, jedenfalls dem nach § 31 dWpÜG sowie §§ 4 ff AngebotsVO vorgeschriebenen Mindestpreis entspricht.

125. Teilweise wird aber auch vertreten, dass die Gegenleistung bereits mit der Veröffentlichung der Angebotsunterlage feststehen muss, weshalb Klauseln zur Berechnung der Gegenleistung kritisch zu sehen sind (wohl um Anlegern nicht kurzfristige Änderungen der Gegenleistungen aufzubürden) (zum Ganzen *Hasselbach/Alles*, Die variable Gegenleistung bei öffentlichen Übernahmeangeboten, AG 2021, 209 [211 ff]; *Noack/Zetsche* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>5</sup> [2020] § 31 WpÜG Rz 9, 55; *Santelmann/Nestler* in *Steinmeyer*<sup>4</sup> [2019] § 31 WpÜG Rz 11; gegen eine Zulässigkeit *Wackerbarth* in *MüKo-AktG*<sup>4</sup> [2017] § 31 WpÜG Rz 57).
126. **Zwischenergebnis:** Nach Ansicht des Senats ist eine Aussage in der Absichtsbekanntgabe ohne Nennung eines konkreten Preises bzw dessen Berechnungsformel sowie die Bedingung, wann eine Preiserhöhung vorgenommen wird, aufgrund des Irreführungsverbots unzulässig. Stehen die Parameter für den variablen Angebotspreis im Zeitpunkt der Angebotsunterlage bereits fest und sind diese transparent dargestellt, kann nach Ansicht des Senats die Zulässigkeit einer variablen Preisgestaltung bejaht werden.

#### **b. Bestehende Sperrfrist aufgrund des gescheiterten Angebots (GZ 2021/3/1)**

127. Nicht antragsgegenständlich, aber im vorliegenden Fall nach Ansicht des Senats von Bedeutung ist, dass sich IMMOFINANZ aktuell aufgrund des gescheiterten Angebots im Jahr 2021 (**Ergebnisveröffentlichung vom 20.07.2021**) grundsätzlich in der Sperrfrist in Bezug auf die S IMMO befindet. Aus diesem Grund ist es IMMOFINANZ (sowie alle mit ihr gemeinsam vorgehende Rechtsträger) gem § 21 Abs 1 ÜbG verwehrt, innerhalb eines Jahres ab der Ergebnisveröffentlichung ein weiteres Angebot für die Beteiligungspapiere der S Immo abzugeben. Währenddessen ist ihnen auch jeder Erwerb von Aktien untersagt, der eine Angebotspflicht auslösen würde.
128. Keine Hinweise finden sich – soweit ersichtlich – in der Literatur, ob etwaige nachträglich gewordene, gemeinsam vorgehende Rechtsträger (wie in diesem Fall CPI) auch von der Sperrfrist umfasst sein sollen. Ausweislich der Mat liegt der Zweck der Sperrfrist darin, die Zielgesellschaft durch wiederholte Stellung von Übernahmeangeboten nicht in ihrer Geschäftstätigkeit neuerlich zu behindern (ErlRV 1276 BlgNR XX. GP 40). Dies könnte *prima facie* uU dafür sprechen, dass auch CPI von der Sperrfrist umfasst sein sollte, ließe sich die Sperrfrist anderenfalls – etwa durch Syndizierung – leicht umgehen.
129. Allerdings ist der Normzweck nach Ansicht des Senats so zu verstehen, dass lediglich der Bieter und gemeinsam vorgehende Rechtsträger zum **Zeitpunkt des ursprünglichen Angebots** – im vorliegenden Fall also im Jahr 2021 – von der

Sperrfristregelung umfasst sein sollen. Aufgrund der Kontrollerlangung der CPI über die IMMOFINANZ ist fraglich, ob die Sperrfristregelung in Bezug auf die IMMOFINANZ auch auf CPI anzuwenden ist.

130. Es erscheint nicht gerechtfertigt, für die von der Sperrfrist gem § 21 ÜbG umfassten Rechtsträger rein formal auf die aktuell gemeinsam vorgehenden Rechtsträger abzustellen. Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht hätte dies freilich den Vorteil der Rechtssicherheit für sich. Zudem müssen jedem späteren gemeinsam vorgehenden Rechtsträger idR vorangegangene Angebote und damit die Sperrfrist bekannt sein müssen. Diese formale Betrachtung entspricht nach Ansicht des Senats allerdings nicht dem Normzweck des § 21 ÜbG und lässt auch die wirtschaftliche Realität unberücksichtigt, wie ein einfaches Beispiel zeigt: Es wäre nicht sachgerecht, dass ein gemeinsam vorgehender Rechtsträger A aufgrund eines Angebots seiner früheren Muttergesellschaft B auf die C-AG weiterhin von der Sperrfrist umfasst sein soll, wenn A mittlerweile von einem unabhängigen Dritten (D) erworben wurde.
131. Vergleichbar der Zurechnung von gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern für § 21 ÜbG, die **Umgehungen** durch die Nutzung eines anderen (aber gemeinsam vorgehenden Rechtsträgers) vermeiden will, erscheint es somit geboten, nur jene Bieter (und gemeinsam vorgehende) Rechtsträger von der Sperrfrist zu umfassen, die im Zeitpunkt des Angebots tatsächlich als Bieter auftraten. Eine Umgehung des Normzwecks gem § 21 ÜbG ist durch die nunmehr kontrollierte IMMOFINANZ nicht zu erwarten, da nunmehr ein Dritter, nämlich CPI, einen kontrollierenden Einfluss über IMMOFINANZ ausüben kann.
132. **Zwischenergebnis:** Die durch das gescheiterte Angebot zur GZ 2021/3/1 ausgelöste Sperrfrist gemäß § 21 ÜbG für IMMOFINANZ umfasst nicht das vorliegende mögliche Pflichtangebot der CPI.

## **G. UNVERBINDLICHKEIT DER STELLUNGNAHME**

133. Abschließend weist der 3. Senat darauf hin, dass seine Stellungnahmen gemäß § 29 Abs 1 ÜbG keine rechtliche Bindungswirkung entfalten und – wie bereits erwähnt – von der Richtigkeit und Vollständigkeit des Vorbringens der Antragstellerin ausgegangen wird.

Wien, am 23.05.2022

Dr. Winfried Braumann  
(Vorsitzender des 3. Senats)