

Finanzmarkt-Krise. Legislatorische Nothilfe

Grundbuchgesetz neu
Verbesserungsauftrag

Spielbanken
Culpa in contrahendo

Urlaub bei
Karenzierung und Dienstfreistellung

Praxis-Härtetest für Betriebe
AuftraggeberInnen-Haftungsgesetz

Giga-Checkliste
Körperschaftsteuer 2008

EuGH
Individualrecht auf Verordnungserlassung

Mindestangebotspreis und angemessene Preisfestsetzung im Übernahmerecht

Für Pflichtangebote und freiwillige Übernahmeangebote zur Kontrollerlangung

an einer Zielgesellschaft sieht das Übernahmegesetz (ÜbG) grundsätzlich strenge Regelungen für den Mindestangebotspreis vor, um bestehende Inhaber von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft zu schützen. Im Lichte der aktuellen Subprime- und Finanzkrise sowie der dadurch ausgelösten Turbulenzen an den Kapitalmärkten gewinnt die Ausnahmeregelung des § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG allerdings erheblich an Bedeutung. Je nach Auslegung könnte so manches künftige Pflichtangebot deutlich geringer ausfallen als erwartet.

Die Änderung wesentlicher Verhältnisse gemäß § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG

CHRISTOPH MOSER / MARTIN ZUFFER

A. Allgemeines

Übernahmeangebote¹⁾ zählen aufgrund ihrer erheblichen Kursrelevanz zu den meistbeachteten Ereignissen an Kapitalmärkten. In Österreich blieb es bisher allerdings bei einer überschaubaren Anzahl. So gab es im Jahr 2007 nur vier,²⁾ im laufenden Jahr 2008 bislang nur ein einziges bzw seit Inkrafttreten des ÜbG zum 1. 1. 1999 lediglich 38 öffentliche Angebote.³⁾ Aufgrund der im Sommer 2007 einsetzenden Subprimekrise, welche zunächst den US-Immobilienmarkt erfasste, sowie den nachfolgenden Verwerfungen und Kursstürzen an den internationalen Kapitalmärkten dürften Unternehmensübernahmen für Investoren, die über genügend liquide Mittel verfügen, in den vergangenen Monaten aber deutlich an Attraktivität gewonnen haben. Wie nachstehende Ausführungen zeigen, könnte der im Rahmen von Pflichtangeboten oder freiwilligen Angeboten zur Kontrollerlangung vom Bieter an die übrigen Inhaber von Beteiligungspapieren zu bezahlende Angebotspreis trotz einer grundsätzlich *doppelt bedingten Preisuntergrenze*

aufgrund der Ausnahmeregelung in § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG uU erheblich geringer ausfallen, als ein erster Blick auf die Preisfestsetzungsgrundsätze nahe legen würde.

Dr. Martin Zuffer ist Partner, Mag. Christoph Moser Rechtsanwaltsanwarter in der Sozietät CMS Reich-Rohrwig Hainz Rechtsanwälte GmbH, Wien.

- 1) Die Pauschalbezeichnung „Übernahmeangebote“ für öffentliche Angebote an die Inhaber von Beteiligungspapieren einer Aktiengesellschaft zum Erwerb eines Teils oder aller Beteiligungspapiere entstammt der Terminologie des Übernahmegesetzes, worin die Begriffe Übernahmeangebot und Angebot ausweislich des Klammerausdrucks in § 1 Z 1 ÜbG synonym verwendet werden (Huber/Alscher in Huber, Übernahmegesetz § 1 Rz 6; vgl hierzu weiters Diringger/Kals/Winner, Das österreichische Übernahmerecht² Rz 20).
- 2) Laut Jahresausweis 2007 der Übernahmekommission unter www.ta-keover.at waren dies das Pflichtangebot für die Unternehmern Invest AG (UIAG), das Übernahmeangebot für die Böhler Uddeholm AG, das Pflichtangebot für die Pankl Racing Systems AG sowie das Teilangebot für Aktien der Conwert Immobilien Invest SE.
- 3) Stand 20. 11. 2008.

B. Preisfestsetzung bei Pflichtangeboten und freiwilligen Angeboten zur Kontrollerlangung

Ein besonderes Augenmerk unter den öffentlichen Angeboten iSd ÜbG kommt den Pflichtangeboten sowie den freiwilligen Angeboten zur Kontrollerlangung⁴⁾ zu. Die entsprechende Pflicht zur Abgabe eines Angebots im Falle der Kontrollerlangung verwirklicht das übernahmerechtliche *Grundkonzept des Konzernzugangsschutzes*.⁵⁾ Gem § 22 ÜbG ist derjenige, der eine kontrollierende Beteiligung an einer Zielgesellschaft erlangt, verpflichtet, ein Angebot für sämtliche Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft abzugeben. Das Angebot muss zwingend auf den Erwerb der Beteiligungspapiere gegen eine der Höhe nach bestimmte *Barzahlung* gerichtet sein.⁶⁾ wobei für die Höhe der Gegenleistung die Preisfestsetzungsregeln des § 26 ÜbG zu beachten sind.⁷⁾ *Eine Obergrenze des Angebotspreises, etwa zur Vermeidung von Marktverzerrungen, existiert nicht.*⁸⁾

1. Referenztransaktion (§ 26 Abs 1 Satz 1 und 2 ÜbG)

Der Preis eines Pflichtangebots sowie eines freiwilligen Angebots zur Kontrollerlangung darf als erste Preisuntergrenze die höchste vom Bieter oder von einem gemeinsam mit ihm vorgehenden Rechtsträger (iSd § 1 Z 6 ÜbG) innerhalb der letzten *zwölf Monate* vor Anzeige des Angebots in Geld gewährte oder vereinbarte Gegenleistung für gleichartige Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft nicht unterschreiten. Eine diesbezügliche Preisuntergrenze stellen gem Satz 2 auch Gegenleistungen für Beteiligungspapiere dar, zu deren zukünftigem Erwerb der Bieter oder einer der gemeinsam vorgehenden Rechtsträger berechtigt oder verpflichtet ist (Call- und Put-Optionen oder gleichartige Geschäfte).⁹⁾ Im Unterschied zu Optionen sind reine Termingeschäfte, welche fix vereinbart sind, bereits vom Grundtatbestand abgedeckt.¹⁰⁾

Demnach stellen sämtliche innerhalb des Referenzzeitraums *tatsächlich getätigten Erwerbe* von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft eine maßgebliche Referenztransaktion dar. Ebenso sind aufgrund der Bezugnahme des Gesetzeswortlauts auf den Zeitpunkt der Gewährung der Gegenleistung auch solche Transaktionen erfasst, die vor Beginn des Referenzzeitraums *vereinbart* wurden und deren *Abwicklung* – sohin die tatsächliche Gewährung der Gegenleistung und die Übertragung – in den Referenzzeitraum fallen. In Bezug auf Optionsvereinbarungen wurde von der Übernahmekommission ausgesprochen, dass grundsätzlich nur Vereinbarungen, die innerhalb des Referenzzeitraums von zwölf Monaten getroffen wurden, erfasst sein sollen, es sei denn, sie weisen eine Umgehungsneigung der Bestimmungen zur Preisuntergrenze auf.¹¹⁾ Dieser Ansicht ist wohl zuzustimmen, gerade aufgrund der vielschichtigen Gestaltungsmöglichkeiten verschiedener Optionstypen. Besonders in Fällen, in denen Optionen gestaffelt für längere Zeiträume gewährt und lediglich geringe Optionsprämien bezahlt werden, könnte eine gewisse Umgehungsneigung vermutet werden.

Vereinbart der Bieter oder mit ihm gemeinsam vorgehende Rechtsträger darüber hinaus *innerhalb des Referenzzeitraums* eine Referenztransaktion oder schließt ein Optionsgeschäft und fällt die Gewährung der Gegenleistung auf einen Zeitpunkt *nach* der Anzeige des Angebots, so ist auch dieses Geschäft als Referenztransaktion in die Berechnung des Mindestpreises einzubeziehen.

2. Durchschnittskurs (§ 26 Abs 1 Satz 3 ÜbG)

Neben der Referenztransaktion bildet der durchschnittliche, nach den jeweiligen Handelsvolumina gewichtete Börsenkurs der vergangenen sechs Monate vor Bekanntgabe der Absicht, ein Angebot zu stellen, die zweite Preisuntergrenze. Diese unterscheidet sich in Bezug auf den Ausgangspunkt der Berechnung des Zeitraums von jener der Referenztransaktion, die auf den Zeitpunkt der Angebotsanzeige abstellt; hat der Bieter allerdings seine Absicht verspätet bekannt gemacht, so ist in Bezug auf den Ausgangspunkt der Berechnung des Durchschnittskurses auf jenen Tag abzustellen, an dem die Bekanntmachung spätestens hätte erfolgen müssen.¹²⁾

Offen lässt die Regelung des § 26 Abs 1 Satz 3 ÜbG die Frage, was unter dem „*durchschnittlichen nach den jeweiligen Handelsvolumina gewichteten Börsenkurs*“ zu verstehen ist. Die wohl herrschende Ansicht¹³⁾ geht richtigerweise von der Gewichtung anhand sämtlicher Einzeltransaktionen in den Beili-

4) Freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung gem § 25 a ÜbG sind freiwillig abgegebene Vollangebote für sämtliche Beteiligungspapiere einer Zielgesellschaft, durch die der Bieter eine kontrollierende Beteiligung erlangen könnte. Der wesentliche ökonomische Unterschied zum Pflichtangebot ist, dass ein Pflichtangebot bereits die Rechtsfolge der Kontrollerlangung darstellt, während über das freiwillige Angebot zur Kontrollerlangung aber erst Kontrolle erlangt wird (vgl hierzu *Kalss/Zollner*, ÖBA 2001, 502 sowie *Zollner in Huber*, Übernahmegesetz² § 25 a Rz 5 mwN).

5) *Dirregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht Rz 177.

6) Die österreichische Regelung divergiert von den europarechtlichen Vorgaben der Übernahme-RL (Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 4. 2004 betreffend Übernahmeangebote), gem deren Art 5 Abs 5 für Pflichtangebote und freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung wahlweise eine Geldleistung, liquide Wertpapiere oder eine Kombination angeboten werden dürfen. Gem § 25 b Abs 2 Satz 2 ÜbG ist in Österreich ein Tauschangebot „*in anderen Wertpapieren*“ nur neben dem Angebot einer Geldleistung zulässig.

7) Vgl auch die europarechtlichen Rahmenbedingungen zur Angemessenheit des Preises der Gegenleistung in Art 5 Abs 4 Übernahme-RL.

8) *Huber in Huber*, Übernahmegesetz² § 26 Rz 8.

9) Zur Bewertung von Optionen s richtigerweise *Huber in Huber*, Übernahmegesetz² § 26 Rz 21–24; aA hingegen *Kaindl*, Das Pflichtangebot im Übernahmegesetz 198 ff.

10) *Dirregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht Rz 307.

11) *Huber in Huber*, Übernahmegesetz² § 26 Rz 19, der widrigenfalls einen Wertungswiderspruch zu § 26 Abs 1 Satz 1 ÜbG sehen würde; *Dirregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht² Rz 307.

12) *Huber in Huber*, Übernahmegesetz² § 26 Rz 10 mwN zu *Gall*, Die Angebotspflicht nach dem Übernahmegesetz 117.

13) *Dirregger/Kalss/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht² Rz 306; *Huber in Huber*, Übernahmegesetz² § 26 Rz 12; ebenso auch *Krause in Assmann/Pätzsch/Schneider*, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz § 5 WpÜG-AngVO Rz 17 mwN zur korrespondierenden deutschen Regelung nach dem WpÜG.

gungspapieren aus. Daneben wäre auch ein Abstellen auf die Schlusskurse der jeweiligen Handelstage unter Betrachtung des Gesamthandelsvolumens denkbar.¹⁴⁾ Dagegen spricht allerdings die Gefahr, dass bei einem volatilen Intraday-Handel in den Beteiligungspapieren erhebliche Unschärfen im Vergleich zu den volumengewichteten Einzeltransaktionen drohen würden.

3. Angemessene Preisfestsetzung nach § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG

Abweichend von den vorgenannten Regelungen zur doppelt bedingten Preisuntergrenze und von weiteren Ausnahmetatbeständen¹⁵⁾ normiert § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG, dass der Preis des Angebots unter Wahrung des Gleichbehandlungsgrundsatzes und unter Berücksichtigung von § 26 Abs 1 und 2 ÜbG angemessen festzulegen ist, wenn sich die *Verhältnisse innerhalb der letzten zwölf Monate wesentlich geändert haben*. Damit steht die Regelung im Spannungsfeld zu den Preisuntergrenzen nach § 26 Abs 1 ÜbG und normiert eine sachliche Differenzierung, die nur in Ausnahmefällen zulässig und am Gleichbehandlungsgrundsatz als zentralem Grundsatz des Übernahmerechts zu messen ist. Eine Entscheidung über eine angemessene Preisfestsetzung ist daher von der Übernahmekommission jedenfalls zu begründen und bekannt zu machen.¹⁶⁾

a) Wesentliche Änderung

Wie der Gesetzgeber in den erläuternden Bemerkungen zum ÜbG ausführt, ist unter dem Tatbestandselement der wesentlichen Änderung der Verhältnisse zB ein starker „*Kursrückgang in jüngster Vergangenheit wegen einer Branchenkrise*“ oder eine „*plötzlich bekannt gewordene Unternehmenskrise*“ zu verstehen.¹⁷⁾ Intention des Gesetzgebers schien die Vermeidung von Härtefällen zu sein, in denen die nach § 26 Abs 1 ÜbG ermittelten Preisuntergrenzen wegen wesentlicher Änderungen in den Betrachtungszeiträumen von sechs bzw zwölf Monaten als wirtschaftlich nicht angemessen, weil durch auftretende Ereignisse als überholt anzusehen sind.¹⁸⁾

Dem ist insoweit zuzustimmen, als sich gerade angesichts der derzeitigen Verwerfungen an den Kapitalmärkten in Folge der Subprime- und Finanzkrise sowie der nachfolgenden Rezessionsängste die Kurse von Beteiligungspapieren sehr volatil zeigen. Historische Durchschnittskurse bzw Referenztransaktionen können sich aufgrund neuer Informationen zu Branchenentwicklungen oder drastisch sinkender Unternehmensergebnisse daher vielerorts als *überholt* herausstellen. Wie die Übernahmekommission entsprechend der Regelung des § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG festgehalten hat, kann eine wesentliche, nachteilige Änderung demnach zu einer Invalidierung einer vorangegangenen Referenztransaktion führen.¹⁹⁾ Als Zweck der Regelung ist demnach festzuhalten, dass ein Bieter nicht *jedenfalls* an früher getätigte Referenztransaktionen, die auf optimistischeren Annahmen basierten, gebunden sein soll. Als Beispiel sei hier etwa der Fall genannt, dass die Referenztransaktion auf Basis einer Zwischenfinanzinformation (Quartals-

bericht) der Zielgesellschaft inklusive optimistischer Umsatz- oder Ergebnisprognosen basierte. Revidiert die Zielgesellschaft aufgrund einer unerwarteten Quartalsentwicklung bzw einer Branchenkrise nun ihre Prognosen erheblich, so kann von einer wesentlichen Änderung ausgegangen werden. In einem solchen Fall erscheint es als sachgerecht, dass der Angebotspreis iSd § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG anhand eines Sachverständigengutachtens festgesetzt wird, das die Angemessenheit des Preises unter Berücksichtigung etwaiger Referenztransaktionen des Bieters bzw gemeinsam mit ihm vorgehender Rechtsträger sowie unter Berücksichtigung des durchschnittlichen Börsenkurses nach der Änderung reflektiert.

Es erscheint sinnvoll, in Bezug auf die Angemessenheit des Preises an die Unterschreitung des durchschnittlichen Börsenkurses der vergangenen sechs Monate einen strengeren Maßstab anzulegen als an die Invalidierung einer Referenztransaktion durch den Bieter oder mit ihm vorgehender Rechtsträger. Dieser Schluss ergibt sich va aus dem Umstand, dass nach einem Kurssturz infolge einer Branchen- oder Unternehmenskrise der Kurs zum Zeitpunkt der Preisfestsetzung in der Regel bereits deutlich gefallen ist. Somit sind in einem nach § 26 Abs 1 Satz 3 ÜbG ermittelten Durchschnittskurs bereits geglättete und den Bieter begünstigende tiefere Kurse eingepreist. Bei einer Referenztransaktion aufgrund eines einmaligen Kaufentschlusses, der auf Basis des damaligen Kenntnisstandes gefällt wurde, besteht diese Begünstigung des Bieters nicht.

Ebenso ist auch festzuhalten, dass es dem Schutzzweck der Norm des § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG andererseits widersprechen würde, wenn ein Bieter infolge einer Ausnahmesituation an den Börsen generell begünstigt werden soll. So würde etwa ein durch Verkaufspanik oder Short-Selling (Leerverkäufe) ausgelöster Kurssturz in Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft nur abgeschwächt in die Ermittlung des angemessenen Preises einzubeziehen sein, falls die Zielgesellschaft wirtschaftlich gesund ist und ihre Börsenkurse ein verfälschtes Bild der Unternehmensaussichten zeigen. Gerade die Erfahrung der vergangenen Monate an den internationalen Börsen hat erhebliche Rezessionsängste der Investoren offenbart, die durch Leerverkäufe oder durch Zwangsliquidationen von Beteiligungspapieren in Folge von margin calls²⁰⁾ verstärkt wurden. Derartig verfälschte Kurse

14) Vgl Gall, Die Angebotspflicht nach dem Übernahmegesetz 118.

15) Hierzu zählen der *mittelbare Kontrollwerb*, sofern mit der Zielgesellschaft auch andere Vermögenswerte oder Schulden erworben werden, Vereinbarungen der Gegenleistung *unter Berücksichtigung besonderer Umstände*; weiters ist eine Abgrenzung vom Sanierungsprivileg gem § 25 Abs 1 Z 2 ÜbG geboten, welches zu einer möglichen Befreiung von der Angebotspflicht berechtigt.

16) *Diregger/Kals/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht² Rz 310.

17) ErläutRV zum ÜbG 1999, 44f. Im Rahmen des Übernahmerechtsänderungsgesetzes 2006 (ÜBRÄG) kam es zu keiner Anpassung oder näheren Erläuterung dieser Bestimmung.

18) *Huber in Huber*, Übernahmegesetz² § 26 Rz 65 mit Bezugnahme auf ÜBK v 17. 12. 2001 zu Spruchpunkt 4.A.1., 2001/2/3–395.

19) ÜBK v 14. 6. 2006 zu 2006/3/3–42, 3

20) Der Begriff „margin call“ bezeichnet im Fall von kreditfinanzierten Wertpapiertransaktionen die Aufforderung der finanzierenden Bank, einer Nachschusspflicht aufgrund einer Unterschreitung der nötigen

widersprechen allerdings dem Grundsatz funktionierender Kapitalmärkte, welche anhand des Kursniveaus stets den wahren Wert eines Unternehmens widerspiegeln sollen.

Gerade in Hinblick auf derartige Verfälschungen in der aktuellen Marktsituation gestaltet sich die angemessene Preisfestsetzung im Übernahmerecht infolge wesentlich geänderter Umstände als ein vielschichtiger Prozess, der eine detaillierte Analyse der Unternehmensergebnisse und Marktbewegungen durch einen Sachverständigen erfordert. Im Ergebnis wird hierbei der Sachverständige auch nicht einen „wahren“ angemessenen Preis ermitteln können, sondern lediglich eine angemessene Bandbreite, welche je nach zugrunde liegender Bewertungsmethode²¹⁾ unterschiedlich hoch ausfallen kann. Orientierungsmaßstab des angemessenen Angebotspreises sollte in jedem Fall aber die wirtschaftliche Lage der Zielgesellschaft – wenn auch unter Einbeziehung von Marktfaktoren wie Finanzierungskosten und Branchenentwicklungen – bleiben.

b) Preisfestsetzung und Kontrolle

Wie erwähnt, ist die angemessene Preisfestsetzung ua an den Bestimmungen des § 26 Abs 1 ÜbG zu messen. Demnach hat die Berücksichtigung der Preisuntergrenzen so zu erfolgen, dass die höchste gewährte Gegenleistung (Referenztransaktion des Bieters) um die Effekte der wesentlichen Änderung der Verhältnisse bereinigt wird.²²⁾ Weiters erlaubt die angemessene Preisfestsetzung in Ausnahmefällen auch ein Unterschreiten der Preisuntergrenze des durchschnittlichen Börsenkurses der vergangenen sechs Monate.²³⁾ Eine angemessene Preisfestsetzung unterhalb dieser Untergrenzen wird allerdings dann nicht zulässig sein, wenn der Bieter in unmittelbarer Vorbereitung eines freiwilligen Angebots zur Kontrollerlangung eine höhere Gegenleistung gewährt oder ein Pflichtangebot durch Erwerb eines Aktienpakets von einem bisherigen Kernaktionär zu einem höheren Preis ausgelöst hat, als er den übrigen bestehenden Inhabern von Beteiligungspapieren nun in Form des „angemessenen Preises“ gewähren möchte. Ein derartiges Vorgehen würde jedenfalls dem Gleichheitsgrundsatz der Inhaber von Beteiligungspapieren widersprechen, auf den die Bestimmung des § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG explizit Bezug nimmt.

Der Bieter und mit ihm gemeinsam vorgehende Rechtsträger haben sämtliche Umstände, die für die Angemessenheit des Preises erheblich sind, einem unabhängigen Sachverständigen iSd § 9 ÜbG²⁴⁾ unverzüglich nach seiner Bestellung sowie der Übernahmekommission mit der Anzeige des Angebots offen zu legen (§ 26 Abs 4 ÜbG). Gerade in Bezug auf die Ausnahmeregelung des § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG ist die Darstellung der wesentlich geänderten Umstände und deren Auswirkung entscheidend. Da sich die Angemessenheit der Preisfestsetzung in diesen Fällen stark an Fragen der Unternehmensbewertung orientiert,²⁵⁾ wird der Bieter sinnvollerweise den Angebotspreis auf Basis eines von ihm zuvor in Auftrag gegebenen – freiwilligen – Sachverständigengutachtens ermittelt haben. Dieses wird in der Praxis dem nach § 9 zwingend zu bestellenden Sachverständigen zu-

sammen mit weiteren Informationen auch offen gelegt.

Der Sachverständige nach § 9 ÜbG nimmt eine zentrale Rolle ein, ist er es doch, der die Angemessenheit des ermittelten Preises auf Basis der offen gelegten Informationen und Gutachten kontrolliert und die Rechtmäßigkeit bestätigt. Der Übernahmekommission kommt grundsätzlich nur eine Plausibilitätskontrollfunktion²⁶⁾ in Bezug auf die Angaben des Bieters und des Sachverständigen zu.²⁷⁾ Es erscheint gerade im Fall einer angemessenen Preisfestsetzung infolge wesentlich geänderter Verhältnisse geboten zu sein, dass sich die Übernahmekommission auch *materiell* von der Angemessenheit des ermittelten Angebotspreises überzeugen kann. Kann sie dies auf Basis der vorgelegten Informationen und Gutachten nicht, so erscheint es jedenfalls geboten, einen weiteren Sachverständigen zu bestellen. Gelangt die Übernahmekommission schließlich zur Auffassung, dass sie unvollständig oder unrichtig informiert wurde oder dass der Preis nicht angemessen festgesetzt wurde, so kann sie die Untersagung des Übernahmeangebots androhen oder diese aussprechen.²⁸⁾

c) Überprüfung der Gesetzmäßigkeit des Angebotspreises

Gem § 26 Abs 5 ÜbG kommt qualifizierten Beteiligungspapierinhabern²⁹⁾ das Recht zu, einen Antrag auf Überprüfung der Gesetzmäßigkeit des Angebotspreises zu stellen. Ein gewisses Spannungsfeld besteht hierbei zum Nachprüfungsverfahren gem § 33 ÜbG, welches der Überprüfung der Rechtmäßigkeit eines Übernahmeverfahrens – und somit grundsätzlich

hinterlegten Sicherheitsleistung nachzukommen. Kann der Inhaber der Wertpapiere dieser Aufforderung nicht nachkommen, so ist die depotführende Bank in der Regel dazu berechtigt, Wertpapiere zu veräußern und so die vereinbarte prozentuelle Höhe der Sicherheitsleistung zur Höhe der Finanzierung wiederherzustellen.

- 21) ZB nach Substanzwertmethode (bilanzmäßiges Eigenkapital) oder Ertragswertmethode (Discounted Cashflow-Rechnung).
- 22) Ähnlich *Huber in Huber*, Übernahmegesetz² § 26 Rz 55.
- 23) ÜBK v 14. 6. 2006 zu 2006/3/3 – 42.
- 24) Hierzu zählen beidete Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften mit ausreichender Haftpflichtversicherung, Kreditinstitute iSd § 1 Abs 1 und 3 BWG sowie Finanzinstitute mit der Berechtigung zum Betrieb von Geschäften nach § 1 Abs 2 Z 3 BWG und anrechenbaren Eigenmitteln von mind € 18,2 Mio; weiters auch Kredit- und Finanzinstitute, die ihre Dienstleistungen im Zuge der Dienstleistungsfreiheit nach den §§ 9, 11 und 13 BWG in Österreich erbringen, sofern sie im Herkunftsmitgliedstaat zur Erbringung vergleichbarer Geschäfte, wie sie in § 1 Abs 1 Z 11 BWG genannt sind, berechtigt sind und über (anrechenbare) Eigenmittel von mind € 18,2 Mio verfügen.
- 25) Siehe hierzu die Ausführungen unter Pkt B.3.a.
- 26) *Diregger/Kals/Winner*, Das österreichische Übernahmerecht² Rz 315.
- 27) Dies bedeutet, dass die Übernahmekommission grundsätzlich kein eigenes Ermittlungsverfahren durchführt, sondern auf Grundlage der Angaben des Bieters und des Sachverständigen entscheidet. Eine volle materielle Kontrolle existiert erst im Nachprüfungsverfahren gem § 33 ÜbG.
- 28) AA *Huber in Huber*, Übernahmegesetz² § 26 Rz 82, der nur auf die Untersagungsmöglichkeit der Übernahmekommission für den Fall einer unvollständigen oder unrichtigen Information Bezug nimmt.
- 29) Qualifizierte Beteiligungspapierinhaber sind gem § 33 Abs 2 Z 4 ÜbG alle, die allein oder gemeinsam mit anderen Inhabern ein Prozent des Grundkapitals der Zielgesellschaft repräsentieren oder über Beteiligungspapiere im Nominale von mind € 70.000,- verfügen.

auch des Angebotspreises – dient. Bislang nicht entschieden ist dabei auch die Frage, ob ausschließlich die strengere Regelung des § 26 Abs 5 ÜbG zur Überprüfung des Angebotspreises berechtigt oder ebenso das Verfahren nach § 33 ÜbG. Die Frist zur Stellung des Antrags nach § 26 Abs 5 ÜbG beträgt nur drei Monate ab Bekanntgabe des Ergebnisses des Angebots, während ein Verfahren nach § 33 ÜbG mangels einer ausdrücklichen Frist nach den allgemeinen Verjährungsbestimmungen zu behandeln sein dürfte.³⁰⁾

Das Verfahren nach § 26 Abs 5 ÜbG endet mit der Ausfertigung eines Feststellungsbescheids der Übernahmekommission, deren Entscheidung eine *erga-omnes*-Wirkung zukommt.

SCHLUSSSTRICH

Gerade in Zeiten drastischer Kursstürze an den Kapitalmärkten gewinnt die Bestimmung des § 26 Abs 3 Z 3 ÜbG an Brisanz. Demnach ist ein Bieter berechtigt, die gesetzlich doppelt bedingten Mindestangebotspreise für Pflichtangebote und freiwillige Angebote zur Kontrollerlangung zu unterschreiten. Basis hierfür kann allerdings nur ein strenger gutachtlicher Bewertungsmaßstab sein, der neben den Marktpreisen der vom Angebot betroffenen Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft vor allem auch der wirtschaftlichen Verfassung der Zielgesellschaft Rechnung zu tragen hat. Übertriebene und außergewöhnliche Kursbewegungen technischer Natur sollten hierbei nur unter strengen Maßgaben in die Ermittlung der Angemessenheit des Preises einbezogen werden. Dies gilt ebenfalls für Kursbewegungen, die infolge von Zwangsliquidationen von Wertpapierbeständen entstanden sind.

30) Huber in Huber, Übernahmegesetz² § 33 Rz 10.