



Übernahmekommission
Austrian Takeover Commission

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

Bundesministerium für Justiz
Museumstrasse 7
Postfach 63
1016 Wien

Wien, 16. Dezember 2005

Erste Stellungnahme der Vollversammlung der Übernahmekommission
zum Entwurf eines Übernahmerechts-Änderungsgesetzes 2006
(ÜbRÄG 2006) – BMJ – B 10.070G/008-I 3/2005

Die Vollversammlung der Übernahmekommission hat in ihrer Sitzung vom 15. Dezember 2005 den seit 14. Dezember 2005 vorliegenden Entwurf des ÜbRÄG 2006 beraten und einstimmig folgende **erste Stellungnahme** zum **Auslösetatbestand des Pflichtangebotes** nach dem ÜbRÄG 2006 beschlossen.

Weitere Fragen, wie insbesondere das Vereitelungsverbot und die Durchbruchsregelung, sowie das Problem, ob sich zusätzliche Maßnahmen empfehlen, welche das Verfahren, insbesondere bei überfallsartigen öffentlichen Angeboten, verbessern und die Findung eines angemessenen Preises sichern, sollen in einer späteren Stellungnahme behandelt werden.

Zum Auslösetatbestand des Pflichtangebotes

Das bisher geltende Übernahmerecht reduziert die Gefahr, dass der beherrschende Kernaktionär die Streubesitzaktionäre schädigt, vor allem dadurch wesentlich, dass bei jedem Kauf (oder sukzessivem Aufbau) eines faktisch zur Beherrschung ausreichenden Aktienpaketes der neue beherrschende Aktionär den Mitaktionären ein **faites Kaufangebot nach dem Prinzip der Gleichbehandlung** aller Verkäufer machen muss. Von dieser Verpflichtung kann er **nur in Ausnahmefällen befreit** werden, in welchen eine Gefährdung der Mitaktionäre durch seine Herrschaftsmacht weitgehend ausgeschlossen werden kann. Durch diese gesetzlichen Regelungen hat der Gesetzgeber einen im In- und Ausland anerkannten **Beitrag zur Verbesserung des Investitionsklimas in Österreich** geleistet.

Der **Vorschlag** des BMJ sieht jetzt die Einführung eines starren Schwellenwertes für das Pflichtangebot und eine **vollständige Befreiung des beherrschenden Aktionärs** vor, wenn seine Beteiligung unter 30% (bzw nach Variante A unter 25%) bleibt. Durch diese „**Safe-harbour-Regel**“ sollen Investoren mit einem **Aktienpaket von unter 25% bzw unter 30% privilegiert** werden; sie können damit angesichts der niedrigen Hauptversammlungspräsenzen in Österreich (s dazu unten 2.b)) in aller Regel die Zielgesellschaft beherrschen und ihre Herrschaftsmacht faktisch ungehindert ausüben, **wie wenn sie 100% der Aktien besitzen würden**, indem sie den Aufsichtsrat ausschließlich mit ihren Vertrauensleuten besetzen, letztlich über die Zusammensetzung des Vorstandes entscheiden und die Person des Abschlussprüfers bestimmen. Die Behörde soll in Hinkunft auch keine Möglichkeit haben, zum Schutz der übrigen Aktionäre Bedingungen oder Auflagen vorzuschreiben. Da Österreich über kein ausgebautes Konzernrecht verfügt, würden die Interessen des Streubesitzes in dieser Fallgruppe nur mehr durch schwer durchsetzbare aktienrechtliche Schutzinstrumente gesichert. Auch von der Selbstregulierung der Wirtschaft ist keine Verbesserung des Minderheitsschutzes zu erwarten, da erst vor wenigen Tagen die von der EU empfohlene Verankerung unabhängiger Aufsichtsratsmitglieder im österreichischen Corporate Governance Kodex im Wege einer Minimallösung praktisch gescheitert ist.

Die **Übernahmekommission lehnt den Vorschlag des BMJ entschieden ab**. Die Einführung einer starren Kontrollschwelle würde zu einer massiven Verschlechterung der Stellung der Aktionäre führen und auf längere Sicht die **Attraktivität des österreichischen Kapitalmarktes schwer beeinträchtigen**. Die vorgeschlagene Regel wäre zwar etwas einfacher zu handhaben und erfüllt insofern den Zweck, höhere Planungssicherheit zu

gewährleisten. Mit der Novellierung wären jedoch **gravierende Nachteile** verbunden:

- Die Einführung des Safe-harbour würde es dem faktisch beherrschenden Paketaktionär bis zu einem Beteiligungsbesitz von 25 bzw 30% ermöglichen, seine faktische Herrschaftsmacht auch zum Nachteil des Streubesitzes ungehindert zu nützen. Die Privilegierung der durch die Safe-harbour-Regel erfassten Aktionärsgruppen würde den **Investorenschutz**, den das **Übernahmegesetz** geschaffen hat, für eine Vielzahl von Fällen **abschaffen**.
- Aktionäre, die derzeit unstreitig eine Gesellschaft kontrollieren, könnten bei Verkauf ihrer beherrschenden Beteiligung alleine in den **Genuss der Kontrollprämie** kommen; dies kommt auch klar in den Erl zu § 22 zum Ausdruck¹. Die Änderung der Rechtslage würde die „Übernahmephantasie“ an der Wiener Börse zu einem wesentlichen Teil beseitigen und den übrigen Anlegern ihren proportionalen Anteil an der Kontrollprämie nehmen; das **Vertrauen der Anleger**, die bereits österreichische Aktien besitzen, würde **enttäuscht**.
- Der Versuch, inländische Kernaktionärsstrukturen zu fördern, würde fehlschlagen, weil die neue Regel auch **ausländische Anleger in gleicher Weise privilegieren** würde. Auch sie könnten österreichische Gesellschaften mit einem Beteiligungsbesitz von weniger als 25 bzw 30% beherrschen, ohne ein Pflichtangebot stellen zu müssen, oder sich sonst kontrollieren zu lassen, und ihre beherrschende Beteiligung mit einer Prämie verkaufen, ohne diese mit dem Streubesitz zu teilen.
- Schließlich bestehen gegen die Festlegung eines Safe-harbour sowohl unter der Beteiligungsschwelle von 30% als auch unter 25% gravierende **verfassungsrechtliche und gemeinschaftsrechtliche Bedenken**. Die heute investierten Kleinaktionäre würden durch die Neuerung massiv schlechter gestellt als bisher, was einen verfassungsrechtlich bedenklichen Eingriff ins Eigentum darstellen dürfte. Weiters würden bei der Umsetzung der 13. RL die österreichischen Verhältnisse, insbesondere die niedrige Anwesenheit bei den Hauptversammlungen, entgegen den Vorgaben der 13. RL nicht adäquat berücksichtigt.

Die Übernahmekommission spricht sich daher **gegen** den Vorschlag zur **Änderung des Auslösetatbestands** für das Pflichtangebot aus und tritt für die **Beibehaltung des materiellen Kontrollbegriffs** ein.

¹ „Dadurch ist es auch möglich, bestehende Kernaktionärsstrukturen – bei denen in der Regel Pakete knapp unter 25% gehalten werden – beizubehalten bzw. **solche Beteiligungen zu veräußern, ohne ein Pflichtangebot stellen zu müssen** [Hervorhebung nicht im Original]“.

Im Folgenden werden die **Argumente** gegen die geplante Einführung eines Safe-harbour sowie gegen die Höhe der Kontrollschwelle bzw der Schwelle für den Safe-harbour im Einzelnen dargestellt:

1. Quantitativer Kontrollbegriff bei direkter Beteiligung an der Zielgesellschaft

- a) Der **materielle Kontrollbegriff** des ÜbG hat sich in den nunmehr sieben Jahren seit Inkrafttreten des ÜbG **bewährt**. Die Kombination aus einer Generalklausel in § 22 Abs 2 ÜbG (Möglichkeit, einen beherrschenden Einfluss auszuüben) und den quantitativen Kontrollschwellen (unwiderlegbare Kontrollvermutung bei Erreichen der Stimmenmehrheit, widerlegbare Kontrollvermutungen bei einem Stimmrechtsanteil von 30% bzw von 20% + dreimaliger hypothetischer Hauptversammlungsmehrheit) wird den zwei Grundanforderungen an den Auslösetatbestand des Pflichtangebotes gerecht: Die Kontrollschwellen dienen der Rechtsicherheit und der Planbarkeit, die Generalklausel nach § 22 Abs 2 ÜbG dem Umgehungsschutz und der Einzelfallgerechtigkeit; freilich findet bei Festlegung einer solchen Kombination aus quantitativen und qualitativen Elementen ein Abtausch zwischen den genannten Zielsetzungen statt.
- b) Ein quantitativer Kontrollbegriff könnte im Einzelfall auch bei „angemessener“ Festlegung der Schwelle dazu führen, dass **trotz realen Kontrollerwerbs** (also eindeutiger faktischer Beherrschung) **kein Pflichtangebot** zu stellen ist. Das entspricht nicht dem bisher unstrittigen Zweck des Pflichtangebots: Anlegern eine faire Ausstiegsmöglichkeit zu gewähren, wenn sie einem neuen kontrollierenden Aktionär gegenüberstehen. Der Gesetzgeber würde sehenden Auges nur für einen Teil der beherrschten Gesellschaften die Angebotspflicht anordnen, für den Rest nicht, und damit den Grundsatz der Gleichbehandlung verletzen.
- c) Kritisiert wird von den Proponenten der Neuerung insbesondere, dass im Einzelfall schon **Anteile unter 30%** als kontrollierend eingestuft werden können. Dazu ist festzustellen, dass in der bisherigen Behördenpraxis (bei rund 50 Anzeigeverfahren zwecks **Ausnahmen nach § 25 ÜbG** und 33 Übernahmeverfahren) erst ein Fall (Böhler-Uddeholm) von Seiten mancher Personen massive Kritik hervorgerufen hat. Die vorgesehene Änderung ist ein eindeutiger Fall einer Anlassgesetzgebung. Auch in der Böhler-Entscheidung – die von der betroffenen Aktionärsgruppe beim Verfassungsgerichtshof bekämpft wird

– wurde gerade kein Pflichtangebot angeordnet, es wurde vielmehr eine Befreiung von der Angebotspflicht ausgesprochen und nur die Einhaltung bestimmter Bedingungen auferlegt. Im Ergebnis ist der Kernaktionär mit einer Beteiligung von rund 25% aus übernahmerechtlicher Sicht nicht gehindert, sämtliche Kapitalvertreter im Aufsichtsrat zu nominieren und zu wählen. Festgelegt wurde nur, dass nicht mehr als die Hälfte der Kapitalvertreter im Aufsichtsrat, exklusive dem Vorsitzenden, unmittelbare Vertrauenspersonen des Kernaktionärs sein dürfen²; eine weitere Bedingung diene der Sicherstellung, dass ein weiterer Kontrollausbau nur bei Stellung eines Angebotes an alle Aktionäre erfolgt³. Die von den Beschwerdeführern gerügte Unvorhersehbarkeit des Verhaltens der Behörde beruhte im Übrigen weitgehend auf der geringen Bereitschaft der betroffenen Personen zur Mitwirkung am Verfahren. Überdies ist festzuhalten, dass die Entscheidung nicht nur vom Kernaktionär, sondern auch von Streubesitzaktionären bekämpft wurde, freilich mit der Forderung nach der uneingeschränkten Angebotspflicht des Kernaktionärs.

- d) Das Bestreben, **österreichische Kernaktionärsstrukturen** zu fördern, kann auf diesem Weg nicht erreicht werden. Eine einseitige Begünstigung inländischer Kernaktionäre wäre schon aus europarechtlichen Gründen nicht zulässig; die vorgeschlagene Neuerung würde im Ergebnis zu einer **generellen Aufweichung der Angebotspflicht** führen: Der vorgeschlagene Safe-harbour begünstigt in gleicher Weise „österreichische“ wie „ausländische“ Großinvestoren – sofern eine solche Zuordnung bei den in der Praxis auftretenden Bieterkonsortien überhaupt möglich ist. Auch ausländischen Übernehmern wäre es nach dem Vorschlag generell gestattet, Gesellschaften faktisch zu kontrollieren, ohne wie bisher ein Pflichtangebot stellen zu müssen. Damit wird es de facto österreichischen Kernaktionären auch ermöglicht, ihre durch die Safe-harbour-Regel privilegierte Beteiligung früher oder später zu einem hohen Preis ins Ausland zu verkaufen und

² Vgl Punkt III. b. ii. des Bescheides (abrufbar unter www.takeover.at): „Im Zuge der Neubestellung von Aufsichtsratsmitgliedern werden nur so viele der BU Industrieholding GmbH bzw mit ihr gemeinsam vorgehenden Rechtsträgern nahe stehende Personen in den Aufsichtsrat gewählt, dass insgesamt mindestens die Hälfte der Kapitalvertreter einschließlich des Aufsichtsratsvorsitzenden als unabhängig von der BU Industrieholding GmbH anzusehen sind. Alle nominierten Personen sind der Übernahmekommission durch den Vorstand der Böhler-Uddeholm AG in Erfüllung der Auskunftspflicht gemäß § 30 Abs 4 ÜbG jeweils vor der Hauptversammlung bekannt zu geben. Weiters hat die BU Industrieholding GmbH vor der jeweiligen Hauptversammlung gegenüber der Übernahmekommission glaubhaft zu machen, dass kein Naheverhältnis zur BU Industrieholding GmbH besteht.“

³ Vgl Punkt III. b. i.: „Weder die BU Industrieholding GmbH noch mit ihr gemeinsam vorgehende natürliche oder juristische Personen erwerben bis zum 31. Dezember 2006 eine oder mehrere zusätzliche Aktien an der Böhler-Uddeholm AG. Die Übernahme von jungen Aktien im Zuge einer Kapitalerhöhung ist zulässig, sofern im Zeitpunkt der Zeichnung nicht zu erwarten ist, dass der Erwerb weiterer Aktien zu einem prozentuellen Ausbau der Beteiligung führen wird.“

- alleine in den **Genuss der Kontrollprämie** zu kommen, ohne über das (dann nicht erforderliche) Pflichtangebot die Mitaktionäre an der Übernahmeprämie partizipieren zu lassen.
- e) Für die Einführung einer starren Kontrollschwelle bzw eines Safe-harbour wird der **Bedarf nach erhöhter Rechtssicherheit** ins Treffen geführt. Im Wirtschaftsrecht finden sich jedoch zahlreiche Fälle, in denen eine kontrollierende Beteiligung bzw ein beherrschender Einfluss gravierende Rechtsfolgen auslöst. Auch in anderen Gesetzen werden häufig Kombinationen aus einem Auffangtatbestand (Beherrschung) und widerlegbaren Vermutungstatbeständen (bei bestimmten Beteiligungssätzen) verwendet:
- § 244 HGB – Konzernabschluss: Die Pflicht zur Erstellung eines Konzernabschlusses kann entweder gegeben sein, wenn einer der relativ determinierten „Control-Tatbestände“ in § 244 Abs 2 HGB erfüllt ist, aber auch wenn eine **einheitliche Leitung** iSv § 244 Abs 1 HGB im Einzelfall außerhalb eines Control-Tatbestandes vorliegt.
 - § 15 Abs 1 AktG – **gesellschaftsrechtliche Konzerndefinition** (vgl auch § 115 Abs 1 GmbHG): „**einheitliche Leitung**“; „**beherrschender Einfluss**“.
 - § 41 Abs 1 Z 3 und 5 KartellG – **Fusionskontrolle**: Zusammenschluss, der untersagt oder unter Auflagen genehmigt werden kann, wenn entweder ein participationsgrad von 25% oder 50% erreicht wird (Z 3) oder eine **sonstige Verbindung** von Unternehmen entsteht, „auf Grund deren ein Unternehmer unmittelbar oder mittelbar einen **beherrschenden Einfluss** auf ein anderes Unternehmen ausüben kann“ (Z 5).
 - § 126b Abs 2 B-VG – **Rechnungshofkontrolle** und damit zB auch Anwendbarkeit des BVergG: Beteiligung durch Bund (etc) von mehr als 50% des Grundkapitals oder „**Beherrschung von Unternehmungen durch sonstige wirtschaftliche oder organisatorische Maßnahmen**“.
 - § 5 EKEG – Erfasste Gesellschafter: kontrollierend beteiligt ist, wer einen **beherrschenden Einfluss** ausüben kann, **was** ab einer **Schwelle von 25%** der Stimmrechte widerleglich **vermutet** wird (dazu vgl zB *Schopper/Vogt*, Eigenkapitalersatzgesetz – Praxiskommentar [2003] § 5 Rz 20).
 - § 12a Abs 3 MRG – **Anhebung des Mietzinses** auf den angemessenen Hauptmietzins bei einer entscheidenden Änderung der **rechtlichen und wirtschaftlichen Einflussmöglichkeiten** über eine juristische Person.
 - § 30 Abs 1 Z 4 und Z 5 BWG – Eine **Kreditinstitutsgruppe** liegt zB dann vor, wenn ein übergeordnetes Institut das Recht besitzt, einen **beherrschenden**

Einfluss auf ein anderes Kredit- oder Finanzinstitut auszuüben, bzw. tatsächlich einen beherrschenden Einfluss ausübt. Dies hat zB Konsequenzen für die Berechnung der erforderlichen Eigenmittel.

- o § 92 Z 2 BörseG – Den Stimmrechten des Erwerbers oder Veräußerers sind hinsichtlich der **Beteiligungspublizität Stimmrechte** gleichzuhalten, die von einem kontrollierten Unternehmen gehalten werden; durch diese Zusammenrechnung können Schwellen überschritten werden, die eine Offenlegung der Beteiligung erforderlich machen.
- o § 20 Z 23 **BVergG**: Als **öffentliche Unternehmen** gelten Unternehmen, auf die eine juristische Person öffentlichen Rechts unmittelbar oder mittelbar einen beherrschenden Einfluss ausüben kann. Das wird zB vermutet, wenn die juristische Person mehr als die Hälfte der Mitglieder des Aufsichtsorgans bestellen kann. Konsequenz ist die Anwendbarkeit des BVergG.

Diese nicht abschließende Aufzählung zeigt, dass **Regelungstechniken**, wie sie das ÜbG vorsieht, im Wirtschaftsrecht **verbreitet und üblich** sind. Im Vergleich zu diesen Normen, die allesamt unmittelbar angewandt werden, zeichnet sich das **ÜbG** geradezu dadurch aus, dass zahlreiche **nähere Determinierungen** vorhanden sind.

Schließlich bedeutet **Rechtssicherheit** auch, sich auf gerichtliche und behördliche Entscheidungen, insbesondere auf die Fortführung der bisherigen Entscheidungspraxis, verlassen zu können. Demgegenüber stellt gerade die die vorgeschlagene **anlassbezogene Änderung** bewährter Regeln mit möglicherweise weitreichenden nachteiligen Folgen für weite Teile der Investoren (zB durch Wegfall der Angebotspflicht bei Erwerb von 29,99% der Anteile bei Umsetzung von Variante B) eine Verletzung des Postulats der Rechtsicherheit dar (s dazu näher unten).

- f) Es besteht bereits bisher **keine** automatische **Verknüpfung von Kontrollerwerb und Angebotspflicht**. Die meisten im Anzeigeverfahren (§ 25 ÜbG) vorgelegten Fälle enden sogar in Befreiungen: Bisher sind rund 50 Befreiungsfälle – im Wesentlichen im Einvernehmen mit den Parteien – abgewickelt worden, aber es wurden nur 15 Pflichtangebote gestellt.
- g) Viele Probleme sind **nur mit einem qualitativen Kontrollbegriff lösbar**. Das betrifft insbesondere die zahlreichen Fälle des Kontrollwechsels auf der

„Holdingebene“, wie insbesondere Verschiebungen innerhalb eines beherrschenden Syndikates, die Erlangung von Einfluss über eine Privatstiftung bzw nachfolgende Änderungen der Einflussverhältnisse und den indirekten Kontrollerwerb durch Kauf von Geschäftsanteilen einer GmbH oder durch Erwerb einer Beteiligung an einem ausländischen Rechtsträger, der wiederum die Kontrolle über eine börsennotierte Gesellschaft ausübt.

Für solche Fragen sind qualitative Überlegungen für die Ebene des Syndikats bzw der Gesellschafter des Kontrollierenden häufig unvermeidlich. Die Übernahmekommission **begrüßt** daher den Ansatz im ÜbRÄG, zumindest für diese Fälle weiterhin am materiellen Kontrollbegriff festzuhalten und den angestrebten Safe-harbour nur bei einer direkten Beteiligung an der Zielgesellschaft einzuführen.

2. Zur Höhe der Kontrollschwelle

- a) Wegen des geltenden Übernahmerechts sind Fälle, in denen Investoren eine **Beteiligung zwischen 20% und 30%** anstreben, um die Gesellschaft zu kontrollieren, **selten**. Denn wenn die geltende Regel von der Behörde vollzogen wird, verhindert sie ja gerade, dass ein Kernaktionär mit 25% umfassend beherrscht, ohne ein Pflichtangebot legen zu müssen. **Strategische Investoren** zielen in der Regel ohnedies auf den Erwerb sämtlicher Anteile sowie ein nachfolgendes Delisting der Zielgesellschaft ab, um diese vollständig in den eigenen Konzern integrieren und Synergien ungehindert heben zu können (vgl zB die Übernahmen Siemens – VA Technologie, Österreichische Volksbanken – Investkredit, Gallaher – Austria Tabak, Heineken – Brau Union/BBAG, General Electric – Jenbacher). Begnügen sie sich mit weniger, kann das Kaufangebot zwar niedriger bleiben, eine rechtlich einwandfreie radikale Umstrukturierung der Zielgesellschaft ist aber nur mit 100% oder mit einem Beherrschungsvertrag möglich. Daher stellen strategische Investoren ganz überwiegend von vornherein ein attraktives, auf den Aufkauf aller Anteile gerichtetes Vollangebot; die Reform würde daher das Verhalten dieser Investorengruppe nicht maßgeblich beeinflussen. Anders ist es bei **Finanzinvestoren**: Finanzinvestoren, die Einfluss ausüben wollen, müssen heute damit rechnen, zur Angebotslegung verpflichtet zu sein, wenn sie ein Paket von zB 25% erwerben. Bei Beseitigung dieser Rechtsfolge durch eine **Safe-harbour-Regel** würde sich das ändern. Gerade dann wäre zur Wahrung der Anlegerinteressen (in diesen Fällen von rund 70 oder 75%

der Investoren) eine am Einzelfall ausgerichtete flexible Handhabung der übernahmerechtlichen Normen nach Feststellung eines Kontrollwechsels wichtig.

Bei Durchführung der vorgeschlagenen Änderungen ist daher davon auszugehen, dass **verstärkt Beteiligungen unter der Schwelle von 25% bzw 30%** aufgebaut werden, um Unternehmen zu beherrschen. Trotz Erlangung weitreichender Kontrolle müssten dann im Unterschied zur bisherigen Rechtslage nicht mehr (potenziell) 100% des Marktwertes der Zielgesellschaft bezahlt werden, sondern lediglich unter 25% bzw unter 30%. Die Kontrollprämie würde nur dem Paketverkäufer zufließen.

- b) Real liegt die **durchschnittliche HV-Präsenz des Streubesitzes** in Österreich zwischen **12 und 18%**. Bei den Gesellschaften des **ATX** konnte im Jahr **2004** eine Streubesitzpräsenz von **15%** festgestellt werden, während beispielsweise die Streubesitzpräsenzen bei Gesellschaften des **DAX 30** im Jahr 2004 nach Berechnung der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz bei rund **26%** lagen. Bei den wenigen österreichischen Gesellschaften, die nicht ohnehin von einem Mehrheitsaktionär beherrscht werden, bedeutet das: Ein **Kernaktionär mit mehr als 20%** hat bei Streuung der übrigen Aktien **faktisch** in fast allen Hauptversammlungen die **einfache Mehrheit** und kann früher oder später den Aufsichtsrat beherrschen, indem er nur ihm nahe stehende Personen wählt; mit 29% hat er fast immer die $\frac{3}{4}$ -Mehrheit. Daher ist bei einem Safe-harbour von 30%, aber auch schon bei 25% faktisch die Kontrollerlangung bei diesen (volkswirtschaftlich wichtigen) Gesellschaften möglich, ohne den Mitaktionären eine Ausstiegsmöglichkeit gewähren zu müssen (zB ein Investor erwirbt 25% der Telekom Austria).
- c) Die vorgeschlagene Änderung der Rechtslage würde aus Sicht der (internationalen) Anleger die **Attraktivität des österreichischen Kapitalmarkts** und damit die langfristigen Interessen der kapitalsuchenden österreichischen Gesellschaften **schädigen**. Zudem würde ihre Einführung die **Erwartungen** der schon vorhandenen Investoren **enttäuschen**. Es soll nicht nur eine neue Regel eingeführt, sondern die geltende Rechtslage zum Nachteil bereits beteiligter Investoren geändert werden. Damit würde deren Erwartungshaltung im Zeitpunkt ihrer Investition enttäuscht. Es ist daher – wie erwähnt – fraglich, ob die nachträgliche Einführung eines Safe-harbour bei 25% angesichts dieses Befunds mit verfassungsrechtlichen Grundsätzen vereinbar wäre. Der Vorschlag ist primär

für solche **Gruppen** vorteilhaft, die trotz realer Beherrschungsmöglichkeiten (die sich eindeutig aus den oben dargestellten Statistiken ergeben) Pflichtangebote vermeiden wollen bzw die Rechtfertigung einer Befreiung nicht nachweisen können oder wollen und sich schließlich den unkontrollierten Verkauf ihrer Beherrschungsposition vorbehalten wollen. Die Privilegierung solcher Kernaktionäre geht zu Lasten der institutionellen Investoren (Banken, Versicherungen, Fonds, Pensionskassen), welche die deutliche Mehrheit des free float darstellen.

- d) Sofern die geplante Änderung dazu führt, dass bei typologischer Betrachtung die Kontrolle wechseln kann, ohne dass dies eine Angebotspflicht auslöst, steht dies in einem **Widerspruch zur 13. Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie** der EG (Übernahmerichtlinie). Denn nach Art 5 Abs 1 der Richtlinie ist ein Angebot abzugeben, wenn Wertpapiere erworben werden und dadurch die Kontrolle erlangt wird; die Mitgliedstaaten haben prozentuale Anteile festzulegen, bei deren Erwerb „*eine Kontrolle im Sinne des Absatz 1 begründet*“ wird (Art 5 Abs 3). Daraus folgt, dass der national bestimmte Prozentsatz (so wie auch die Regeln über die Zusammenrechnung) bei Umsetzung der 13. Richtlinie so festgelegt werden muss, dass bei typologischer Betrachtung auch alle Fälle des Kontrollwechsels erfasst sind. Das spricht angesichts der oben angeführten empirischen Untersuchung zur Streubesitzpräsenz in Österreich wohl gegen die Einführung eines generellen Safe-harbour bei 25% bzw noch viel mehr bei 30%. Gegen die vorgeschlagene Kombination aus Kontrollschwelle und Safe-harbour gibt es daher auch gemeinschaftsrechtliche Bedenken.
- e) Dem kann nicht entgegen gehalten werden, dass auch nach dem **englischen City Code**, dem Vorbild zahlreicher nationaler Regelungen, erst ab einer Beteiligung am stimmberechtigten Kapital von **30%** die Angebotspflicht ausgelöst wird. Die **Verhältnisse auf den Kapitalmärkten** sind **zu unterschiedlich**, um die unreflektierte Übernahme des Auslösetatbestands zu ermöglichen: In einer durchschnittlichen ordentlichen Hauptversammlung im Vereinigten Königreich sind zwischen 40 und 50% des Streubesitzes vertreten. Einem Kernaktionär mit einer Beteiligung von 30% stehen im Vereinten Königreich daher typischerweise Streubesitzaktionäre mit 28 bis 35% der Stimmrechte gegenüber⁴. Hinzu kommt, dass die Schwelle von 30% nach britischem Takeover-Recht ein Pflichtangebot

⁴ Diese Zahlen beruhen auf der Auskunft zweier britischer Beratungsunternehmen, die seit längerem die Hauptversammlungspräsenzen beobachten sowie auf der Auskunft der Association of British Insurance Companies.

bei geringerer Beteiligung nicht ausschließt, wenn diese eine Beherrschungsmöglichkeit vermittelt. Denn Punkt 3 der Introduction zum City Code hält fest, dass im Einzelfall Regeln (also auch die Schwelle von 30%) modifiziert werden können, wenn dies zur Durchsetzung der *Principles* erforderlich ist; *Principle* 10 hält fest, dass ein Angebot abzugeben ist, wenn *Kontrolle* erworben wird.

Wie bereits oben angesprochen, zeigt auch der Blick auf die Präsenzzahlen des Streubesitzes bei deutschen Aktiengesellschaften, dass eine starre Kontrollschwelle von 30% in Deutschland noch eher gerechtfertigt ist als in Österreich (zu den Präsenzen siehe oben 2 b)), wenngleich auch in der deutschen Literatur nicht zuletzt unter dem Eindruck des Geschehens bei der Deutschen Börse AG die Einführung eines materiellen Kontrollbegriffes befürwortet wird⁵.

Aus all diesen Gründen spricht sich die Übernahmekommission daher gegen die Einführung einer generellen Befreiung von der Angebotspflicht bei Beteiligungen von unter 25% bzw unter 30% aus. Im Sinne der unter Punkt 2. geführten Argumentation wäre allenfalls eine Befreiung von Beteiligungserwerben unter 20% sachgerecht.

⁵ Vgl *Hopt/Mülbert/Kumpan*, Reformbedarf im Übernahmerecht, AG 4/2005, 109. 111.