



**Übernahmekommission**  
Austrian Takeover Commission

Seilergasse 8/3, 1010 Wien  
Telefon: +43/1/532 28 30 613  
Fax: +43/1/532 28 30 650  
E-Mail: [uebkom@wienerbourse.at](mailto:uebkom@wienerbourse.at)  
Web: [www.takeover.at](http://www.takeover.at)

An das  
Bundesministerium für Finanzen  
Abteilung III/5

Wien, am 24. April 2017

**Betrifft: Stellungnahme zur Begutachtung eines Gesetzesentwurfes mit dem u.a. das Bundesgesetz über die Wertpapier- und allgemeinen Warenbörsen 2018 und das Wertpapieraufsichtsgesetz 2018 erlassen werden das Aktiengesetz, das Übernahmegesetz und das Spaltungsgesetz geändert werden.**

Sehr geehrte Damen und Herren !

Die Übernahmekommission erlaubt sich, zu den im Entwurf des oben genannten Bundesgesetzes geplanten Änderungen folgende Stellungnahme abzugeben:

## **I. Zum kalten Delisting und gleichzuhaltenden Maßnahmen**

### **1. Exit-Möglichkeit der Aktionäre bei dem Delisting gleichzuhaltenden Maßnahmen**

Die Übernahmekommission begrüßt, dass nach Maßgabe des Übernahmegesetzes für freiwilligen Widerruf der Zulassung von Beteiligungspapieren zum Amtlichen Handel ein Angebot nach Maßgabe des Übernahmegesetzes zu legen ist (**freiwilliges Delisting**).

Laut dem gegenständlichen Entwurf sollen neben dem freiwilligen Delisting auch gesellschaftsrechtliche Maßnahmen (wie zB Verschmelzung, Umwandlung oder Spaltung), die die Beendigung der Börsennotierung einer Aktiengesellschaft zur Folge haben, nur dann zulässig sein, wenn ein Angebot nach Maßgabe des ÜbG veröffentlicht wurde (**kaltes Delisting**). Die denkbar möglichen Fälle eines solchen kalten Delisting sind vielfältig; eine abschließende Regelung im Gesetz ist nicht möglich. Nach dem vorliegenden Entwurf sollen aber nicht nur das tatsächliche (kalte) Delisting ein Angebot voraussetzen, sondern auch Fälle, die mit einer Beendigung der Börsennotierung vergleichbare Auswirkungen haben.

Der Entwurf nennt als Beispiel die Übertragung des gesamten Vermögens einer Gesellschaft im Wege der (verhältnismäßigen) Abspaltung auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft. Einer Abspaltung des gesamten Vermögens gleichzuhalten ist die

**Übertragung des gesamten Vermögens** auf andere Weise wie zB gemäß § 237 AktG. Auch hierfür sollte wohl konsequenterweise ein Angebot an alle Beteiligungspapierinhaber eine weitere Wirksamkeitsvoraussetzung sein.

## 2. Delisting ausländischer Emittenten

Nach den Erläuterungen (S 9) wird der Grund für eine „Abfindung“ im Falle eines Delisting im **Schutz des Kapitalmarktes** gesehen. Das Delisting-Angebot hat seinen richtigen Platz somit im Kapitalmarktrecht. Durch diese Verortung wird sichergestellt, dass die Vorschriften des freiwilligen Delisting auf jeden zum Geregeltten Markt zugelassenen Emittenten Anwendung finden, auch wenn dieser seinen Sitz im Ausland hat.

Nach dem Entwurf muss bei einem „kalten Delisting“ durch eine Verschmelzung einer börsennotierten Gesellschaft als übertragende Gesellschaft auf eine nicht börsennotierte Gesellschaft vor der Anmeldung der Verschmelzung zum Firmenbuch eine Angebotsunterlage nach Maßgabe des ÜbG veröffentlicht werden. Das gilt wegen dem im Entwurf vorgeschlagenen § 27g ÜbG auch für ausländische Emittentinnen, was auch grundsätzlich richtig ist. Freilich geht der dort enthaltene Verweis auf § 27f ÜbG ins Leere, da die dort erwähnten Vorschriften des nationalen Gesellschaftsrechts nicht auf Gesellschaften mit ausländischem Gesellschaftsstatut Anwendung finden. Vielmehr sollten die Maßnahmen im Übernahmegesetz abstrakt umschrieben werden.

Anders als im Falle eines freiwilligen Delisting oder eines kalten Delisting durch einen inländischen Emittenten kann eine „Abfindung“ der Anleger durch ausländische Emittenten nur sichergestellt werden, indem dem ausländischen Emittenten eine Angebotspflicht auferlegt wird, weil die Durchführung einer Umstrukturierung im Ausland keiner inländischen behördlichen oder gerichtlichen Kontrolle unterliegt.

## 3. Grenzüberschreitende Verschmelzung

Bei grenzüberschreitenden **Exportverschmelzungen** findet die vorgeschlagene Bestimmung des § 225 AktG (auch auf österreichische übertragende Gesellschaften) nicht Anwendung. An dessen Stelle tritt § 14 EU-VerschG. Daher muss bei grenzüberschreitenden Exportverschmelzungen auf andere Weise sichergestellt werden, dass bei der Anmeldung der Verschmelzung eine Angebotsunterlage veröffentlicht wurde. Die Übernahmekommission schlägt daher vor, in § 14 EU-VerschG eine an § 225 AktG angelehnte Regelung vorzusehen, wonach die Verschmelzung erst dann zur Eintragung angemeldet werden darf, wenn eine Angebotsunterlage nach dem vorgeschlagenen 5. Teil des ÜbG veröffentlicht wurde.

Anders als bei rein ausländischen Sachverhalten besteht bei einer **Importverschmelzung** einer ausländischen Gesellschaft, die im Inland börsennotiert ist und infolge der Verschmelzung ihre Börsennotierung verliert, die Möglichkeit einer gerichtlichen Kontrolle. In diesen Fällen sollte eine Angebotsveröffentlichung im Zeitpunkt der Anmeldung der Verschmelzung zur Eintragung in das österreichische Firmenbuch als Eintragungsvoraussetzung verlangt werden. Dies würde dem gegenständlichen Entwurf entsprechen, wonach ein Delisting solange nicht möglich sein soll, als zu einem bestimmten Zeitpunkt keine Angebotsunterlage nach Maßgabe des ÜbG veröffentlicht wurde und die Einhaltung dieser Delisting-Voraussetzung einer inländischen behördlichen oder gerichtlichen Kontrolle unterliegt.

## II. Änderung des Übernahmegesetzes

### 1. Beobachtungszeitraum für die Preisregelung

Nach dem Entwurf soll sich der Angebotspreis nach § 26 ÜbG richten, wobei noch zwei weitere Preisgrenzen hinzukommen sollen, nämlich:

1. der durchschnittliche nach den jeweiligen Handelsvolumina gewichtete Börsenkurs des jeweiligen Beteiligungspapiers während der letzten fünf Börsentage vor demjenigen Tag, an dem die Absicht, ein Angebot abzugeben, bekannt gemacht wurde;
2. ein angemessener Preis, wenn der nach § 27e Abs 6 ÜbG ermittelte Preis offensichtlich unter dem tatsächlichen Wert des Unternehmens liegt.

Laut Entwurf sollen die (beiden) relevanten Durchschnittskurse vor demjenigen Tag ermittelt werden, „an dem die Absicht, ein Angebot abzugeben, bekannt gemacht wurde“. Die Anknüpfung an den Tag der Absichtsbekanntgabe ist problematisch, weil häufig zunächst ein Delisting beschlossen und isoliert bekannt gemacht wird und dann erst das Angebot angekündigt wird, insbesondere wenn im Zeitpunkt der Entscheidung über das Delisting noch nicht geklärt ist, wer letztlich das Angebot stellen soll oder wenn die Finanzierung noch ausverhandelt werden muss. Auch die Entscheidung über das Delisting ist aber für sich geeignet den Aktienkurs zu beeinflussen. Die Preisermittlung sollte daher (auch) daran anknüpfen.

Haben der Vorstand und des Aufsichtsrat des Bieters die Entscheidung getroffen, ein Angebot an die Aktionäre einer Zielgesellschaft zu stellen, so sind sie gemäß § 5 Abs 3 ÜbG verpflichtet, diese Entscheidung zu veröffentlichen. Für die Entscheidung ein Delisting durchzuführen, besteht eine solche Veröffentlichungspflicht lediglich nach den allgemeinen Regeln der Ad-hoc-Publizität; das geltende ÜbG enthält hierzu keine Regelung. Hier könnte nach Ansicht der Übernahmekommission eine ausdrückliche Veröffentlichungspflicht im Übernahmegesetz Sinn machen, auf die man dann auch für die Ermittlung der (unbeeinflussten!) Durchschnittskurse abstellen kann.

## **2. Bedingungsfeindlichkeit des Delisting-Angebots**

Nach dem Entwurf sollen für das Delisting-Angebot die Bestimmungen für Pflichtangebote gelten. Demnach ist das Delisting-Angebot gemäß § 25b Abs 3 ÜbG bedingungsfeindlich. Sofern dem Delisting kein Übernahmeangebot vorangeht, bestehen keine Probleme mit dem Vorschlag.

Problematisch können jedoch Fälle sein, in denen ein außenstehender Dritter zB ein freiwilliges Angebot auf Kontrollerlangung stellt und beabsichtigt, nach Erlangung zumindest der einfachen Stimmenmehrheit ein Delisting zu beantragen. Sofern ein solches freiwilliges Angebot auf Kontrollerlangung den Anforderungen des § 27e ÜbG entspricht, muss im Zeitpunkt des Delisting nicht noch ein gesondertes Delisting-Angebot gestellt werden (vgl Erläuterungen zum Entwurf, Seite 49). Dieses Angebot wird im Regelfall bedingt sein, zB damit, dass der Bieter eine bestimmte qualifizierte Mehrheit erlangt oder dass bestimmte nachteilige Entwicklungen bei der Zielgesellschaft nicht eintreten. Nach dem Wortlaut von § 27e Abs 1 ÜbG genügt das Angebot dann nicht für das Delisting, weil für dieses Angebot die Bestimmungen für Pflichtangebote (und damit Bedingungsfeindlichkeit) gelten. Das ist aber wohl überschießend; es muss genügen, ist aber auch erforderlich, dass das Delisting-Angebot bzw ein Angebot, das den Anforderungen des § 27e ÜbG entspricht, spätestens im Zeitpunkt der Antragsstellung des Delisting bzw. der gesellschaftsrechtlichen Maßnahmen von keinen Bedingungen mehr abhängt. Anderfalls würde es dem Anlegerschutz zuwiderlaufen, wenn ein Delisting durchgeführt würde, sich nach dem Delisting aber herausstellt, dass das Angebot nicht wirksam ist.

## **III. Beschluss der Hauptversammlung**

Der Übernahmekommission wurde von Teilnehmern am Kapitalmarkt wiederholt mitgeteilt, dass eine einfache Mehrheitsentscheidung über das Delisting in der Hauptversammlung (wie sie in § 38 Abs 7 BörseG in der Fassung des Entwurfs vorgesehen ist) nicht ausreichend sei. Vielmehr sei zumindest eine Mehrheit von 75% zu fordern.

Die Übernahmekommission hat hierzu keine abschließende Meinung. Sollte sich aber aus den eingehenden Stellungnahmen bzw den sonstigen Wahrnehmungen der beteiligten Ministerien ergeben, dass diese anekdotische Evidenz einem verbreiteten Meinungsbild entspricht, so regt die Übernahmekommission an, die erforderliche Mehrheit nochmals zu überdenken. Denn gerade aus Sicht der Anleger kommt es auch darauf an, dass die Spielregeln am Markt von ihnen als fair empfunden wird – eine höhere Mehrheit hätte diesbezüglich jedenfalls Symbolcharakter, auch wenn sie für die ganz überwiegende Zahl der Delistingfälle ohne Bedeutung wäre.

Mit freundlichen Grüßen

Univ.-Prof. Dr. Martin Winner  
(Vorsitzender der Übernahmekommission)

Dr. Vedran Obradović  
(Leiter der Geschäftsstelle)