



*[geringfügig redaktionell überarbeitet]*

**GZ 2013/1/6 – 19**  
**(BUWOG)**

Der 1. Senat der Übernahmekommission gibt unter dem Vorsitz von Univ.-Prof. Dr. Martin Winner im Beisein der Mitglieder Richterin des OLG Dr. Ursula Fabian (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 2 ÜbG), RA Dr. Wulf-Gordian Hauser (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 3 ÜbG) und Mag. Heinz Leitsmüller (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 4 ÜbG) auf Antrag gemäß § 29 Abs 1 ÜbG der Immofinanz AG vom 14. November 2013 die folgende

#### **STELLUNGNAHME**

ab:

- 1. Die von Immofinanz AG angezeigte Abspaltung, verbunden mit der verhältnismäßigen Ausgabe von Aktien der BUWOG AG an die Aktionäre der Immofinanz AG, durch die sich die Beteiligung der Immofinanz AG an BUWOG AG von 100% auf 43,9% reduziert, begründet keine Verpflichtung der Immofinanz AG, ein Pflichtangebot nach §§ 22 ff ÜbG an die Aktionäre der BUWOG AG zu stellen.**
- 2. Der in Punkt 1. dieser Stellungnahme beschriebene Vorgang begründet ebenso wenig die Angebotspflicht der Immofinanz AG an die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen der Immofinanz AG, wenn diesen gemäß den Emissionsbedingungen im Zuge der Abspaltung anteilige Wandlungsrechte in Aktien der BUWOG AG eingeräumt werden.**
- 3. Der Erwerb von Aktien der BUWOG AG durch Immofinanz AG bei Rückabwicklung der Finanzierungen mit J.P. Morgan Securities plc und [X] im März 2015 bzw Jänner 2016 zu den vertraglich vorgesehenen und im Zuge der Börsenzulassung der Aktien der BUWOG AG im Prospekt bzw in einem prospektersetzenden Dokument kommunizierten Bedingungen begründet keine Angebotspflicht der Immofinanz AG an die Aktionäre der BUWOG AG.**

## INHALTSVERZEICHNIS

<b>1</b>	<b>Antragstellung und Parteivorbringen .....</b>	<b>2</b>
1.1	Antrag der Parteien .....	2
1.2	Parteivorbringen.....	3
1.2.1	Vorbringen zu Antragspunkt 1 – Aktien der BUWOG AG.....	3
1.2.2	Vorbringen zu Antragspunkt 2 – Wandelschuldverschreibungen.....	3
1.2.3	Vorbringen zu Antragspunkt 3 – Rückabwicklung der Finanzierungen.....	3
<b>2</b>	<b>Sachverhalt .....</b>	<b>5</b>
2.1	Allgemeines .....	5
2.2	Geplante Änderungen der Gesellschaftsstruktur.....	6
2.2.1	Wirtschaftlicher Hintergrund der Transaktion .....	6
2.2.2	Ausgangslage .....	7
2.2.3	Schritt 1 .....	7
2.2.4	Schritt 2 .....	8
2.2.5	Schritt 3 .....	9
2.3	Wandelschuldverschreibungen .....	10
2.4	Finanzierungsvereinbarung zwischen Immofinanz AG und den finanzierenden Banken .....	11
<b>3</b>	<b>Rechtliche Beurteilung .....</b>	<b>11</b>
3.1	Angebotspflicht an die Aktionäre der BUWOG AG .....	11
3.2	Angebotspflicht an die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen der Immofinanz AG ...	13
3.3	Angebotspflicht bei Rückführung der Finanzierungsverträge.....	13
<b>4</b>	<b>Unverbindlichkeit der Stellungnahme .....</b>	<b>16</b>

## BEGRÜNDUNG

### **1 Antragstellung und Parteivorbringen**

#### **1.1 Antrag der Parteien**

Immofinanz AG („Antragstellerin“) beantragte mit Schriftsatz vom 14. November 2013, die ÜbK möge im Rahmen einer Stellungnahme gemäß § 29 Abs 1 ÜbG Folgendes aussprechen:

1. Die Abspaltung der Beteiligung der Immofinanz AG auf BUWOG AG verbunden mit verhältnismäßiger Ausgabe von Aktien der BUWOG AG an die Immofinanz AG-Aktionäre – wodurch sich die Beteiligung der Immofinanz AG an BUWOG AG von 100% auf 43,9% reduziert – und anschließender Börsenzulassung sämtlicher Aktien der BUWOG AG begründet keine Verpflichtung, der Immofinanz AG ein Pflichtangebot nach § 22 ÜbG hinsichtlich der Aktien der BUWOG AG zu stellen.
2. Auch an die Inhaber der Wandelschuldverschreibungen der Immofinanz AG ist kein Pflichtangebot nach § 22 ÜbG zu stellen, da den Wandelschuldverschreibungen gemäß den Emissionsbedingungen im Zuge der Abspaltung anteilige Wandlungsrechte in Aktien der BUWOG AG eingeräumt werden.

3. Der Erwerb von Aktien der BUWOG AG durch Immofinanz AG bei Rückabwicklung der Finanzierungen unter Verwendung der eigenen Aktien begründet keine Angebotspflicht gemäß § 22 Abs 4 ÜbG.

## **1.2 Parteivorbringen**

### **1.2.1 Vorbringen zu Antragspunkt 1 – Aktien der BUWOG AG**

Durch die Abspaltung der Beteiligung der Immofinanz AG auf BUWOG AG verbunden mit verhältnismäßiger Ausgabe von Aktien der BUWOG AG an die Immofinanz AG-Aktionäre werde der Tatbestand des § 22 Abs 1 ÜbG nicht erfüllt. Dadurch reduziere sich die Beteiligung der Immofinanz-Gruppe an BUWOG AG von 100% auf rund 43,9%. Dieser Vorgang sei nicht als Erlangen einer kontrollierenden Beteiligung an einer Zielgesellschaft iSd § 22 Abs 1 ÜbG zu qualifizieren. Überdies scheitere es an der Qualifikation des geplanten Vorgehens als Kontrollerlangung hinsichtlich der Immofinanz AG gemäß § 22 Abs 1 ÜbG bzw an der Qualifikation der Aktien der BUWOG AG als Beteiligungspapier gemäß § 1 Z 4 ÜbG. Durch die Abspaltung bleibe das Aktionariat der Immofinanz AG unverändert und sei aus übernahmerechtlicher Sicht weiterhin kontrollfrei.

Hinsichtlich der BUWOG AG sei festzuhalten, dass deren Aktien erst nach Wirksamwerden der Abspaltung unter anderem zum Amtlichen Handel an der Wiener Börse zugelassen würden. Erst dann falle BUWOG AG in den Vollenwendungsbereich iSv § 2 ÜbG. Überdies sei auch der Schutzzweck des ÜbG nicht berührt, sodass wohl auch eine analoge Anwendung der übernahmerechtlichen Bestimmungen ausscheide.

### **1.2.2 Vorbringen zu Antragspunkt 2 – Wandelschuldverschreibungen**

Immofinanz AG habe derzeit drei Tranchen von Wandelschuldverschreibungen emittiert, welche Wandlungsrechte in Aktien der Immofinanz AG verbriefen. Den Gläubigern der Wandelschuldverschreibungen der Immofinanz AG würden – ebenso wie den Aktionären – aufgrund der Abspaltung anteilig Wandlungsrechte in Aktien der BUWOG AG eingeräumt. Die Wandelschuldverschreibungen der Immofinanz AG vermitteln somit aufgrund der Abspaltung auch Wandlungsrechte für Aktien der BUWOG AG. Die Abspaltung begründe keine Angebotspflicht hinsichtlich der Wandelschuldverschreibungen der Immofinanz AG.

### **1.2.3 Vorbringen zu Antragspunkt 3 – Rückabwicklung der Finanzierungen**

Immofinanz AG habe im Jänner 2013 eigene Aktien im Ausmaß von rund 9% des Grundkapitals zur Besicherung eines Finanzierungsgeschäfts an zwei Kreditinstitute, nämlich J.P. Morgan Securities plc („J.P. Morgan“) und [X] (beide Banken gemeinsam „finanzierende Banken“), verkauft und dabei gleichzeitig den Rückerwerb dieser Aktien zu denselben Konditionen bei Rückführung der Finanzie-

rungen vereinbart. Den finanzierenden Banken werden im Zuge der Kapitalerhöhung der BUWOG AG zur Durchführung der Abspaltung Aktien der BUWOG AG im Ausmaß von 5,1% entsprechend ihrer Beteiligung an Immofinanz AG zugeteilt.

Immofinanz AG halte nach der Abspaltung 43,90% der ständig stimmberechtigten Aktien der BUWOG AG; dies stelle eine unmittelbare kontrollierende Beteiligung an BUWOG AG dar. Die Aktien der finanzierenden Banken seien Immofinanz AG nicht zuzurechnen, da diese auf die Ausübung der Stimmrechte aus diesen Aktien keinen Einfluss nehmen könne und die Banken die Aktien für Immofinanz AG auch nicht treuhändig halten. Zwar könne Immofinanz AG die Rückführung der Finanzierung und den damit verbundenen Rückerwerb der Aktien der BUWOG AG von den finanzierenden Banken durch Kündigung herbeiführen, doch scheide eine Zurechnung dieser Aktien an die Immofinanz AG mangels Möglichkeit zur Stimmrechtsausübung oder -beeinflussung hinsichtlich dieser Aktien aus. Daher werde Immofinanz AG nach der Abspaltung nicht über die absolute Stimmenmehrheit an BUWOG AG verfügen.

Bei Rückzahlung der Kreditvaluta und der gleichzeitigen Rückübertragung der Aktien der BUWOG AG im Ausmaß von 5,1% von den finanzierenden Banken an Immofinanz AG im März 2015 bzw. Jänner 2016 werde Immofinanz AG zwar Eigentum an mehr als 2% der Aktien der BUWOG AG erwerben; dennoch liege kein Hinzerwerb iSd § 22 Abs 4 ÜbG vor, der die Angebotspflicht auslösen würde. Dies wird damit begründet, dass es zu keinem schleichenden Beteiligungsausbau („*creeping in*“) komme, da die Übertragung der 5,1% Aktien der BUWOG AG der finanzierenden Banken an die Immofinanz AG eine Folge der Rückführung der Finanzierung sei und somit gerade nicht auf den Ausbau einer Beteiligung abziele. Der Erwerb bzw. Verkauf sei unabhängig von der jeweiligen Aktionärsstellung der Immofinanz AG und der finanzierenden Banken. Der Preis und die weiteren Rahmenbedingungen des Kaufs stehen bereits jetzt fest. Das Entgelt der finanzierenden Banken bestehe ausschließlich in den auf die Finanzierungsvaluta anfallenden Zinsen.

Anleger, die Aktien der BUWOG AG nach der Abspaltung erwerben, seien nicht schutzwürdig, weil anlässlich der Börseseinführung der Aktien der BUWOG AG die zukünftigen Änderungen im Aktionariat der BUWOG AG konkret in den Spaltungsunterlagen, im Börsenzulassungsprospekt sowie in zu erstattenden Beteiligungspublizitätsmeldungen offengelegt würden. Es sei nicht Zweck des Pflichtangebots, Anlegern, die ihre Aktien im Wissen um eine bestimmte, in Aussicht genommene Beteiligungsstruktur erwerben, bei Verwirklichung dieser Struktur eine Austrittsmöglichkeit zu gewähren.

## 2 Sachverhalt

### 2.1 Allgemeines

**Immofinanz AG** („Immofinanz AG“) ist eine Aktiengesellschaft nach österreichischem Recht, hat ihren Sitz in Wien und ist unter FN 114425y im Firmenbuch eingetragen. Das Grundkapital der Immofinanz AG beträgt EUR 1.172.059.877,27 und ist in 1.128.952.687 Stückaktien unterteilt, welche zum Handel im Amtlichen Handel der Wiener Börse zugelassen sind und im Segment *Prime Market* notiert werden. Der Aktienkurs der Immofinanz AG zum 17. Dezember 2013 liegt bei EUR 3,32; die Marktkapitalisierung der Immofinanz AG beträgt daher rund EUR 3,75 Mrd.

Die **derzeitige Beteiligungsstruktur der Immofinanz AG** stellt sich wie folgt dar:

J.P. Morgan Securities plc	6,00%
Fries-Gruppe	5,80%
[X]	3,00%
IMBEA IMMOEAST (eigene Aktien)	1,00%
Streubesitz	84,20%

Quelle: Antrag der Immofinanz AG vom 14. November 2013

Immofinanz AG hält mittelbar 100% an der BUWOG – Bauen und Wohnen Gesellschaft mbH („BUWOG BuW GmbH“). Immofinanz AG erwägt, ihre 100%-Beteiligung an der BUWOG BuW GmbH in mehreren Umgründungsschritten auf BUWOG AG als neue Holdinggesellschaft zu übertragen. Die Aktionäre der Immofinanz AG erhalten im Zuge dieser Umgründung entsprechend ihrer Beteiligung an Immofinanz AG Aktien der BUWOG AG, die insgesamt eine Beteiligung von 56,10% vermitteln.

**Artemis Immobilien GmbH**, in Zukunft **BUWOG AG** („BUWOG AG“), ist derzeit eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach österreichischem Recht, hat ihren Sitz in Wien und ist unter FN 349794d im Firmenbuch eingetragen. Den einzigen Geschäftsanteil der Gesellschaft hält Immofinanz AG.

**BUWOG – Bauen und Wohnen Gesellschaft mbH** („BUWOG BuW GmbH“) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach österreichischem Recht, hat ihren Sitz in Wien und ist unter FN 123812b im Firmenbuch eingetragen. Gesellschafter der BUWOG BuW GmbH sind [Herr Y] mit rund 0,5% und die IMMOEAST Immobilien GmbH mit rund 99,5%. Nach vorbereitenden Umstrukturierungsschritten wird die Immofinanz AG mittelbar über ihre Tochtergesellschaften **IMBEA IMMOEAST Beteiligungsverwaltung GmbH** und **Parthica Immobilien GmbH** eine 100%-Beteiligung an der BUWOG BuW GmbH halten (vgl dazu unten die Ausgangslage für die weiteren Umgründungsschritte unter Punkt 2.2.2 dieser Stellungnahme).

**IMBEA IMMOEAST Beteiligungsverwaltung GmbH** („IMBEA GmbH“) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach österreichischem Recht, hat ihren Sitz in Wien und ist unter FN 337411v im Firmenbuch eingetragen. IMBEA GmbH ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der Immofinanz AG.

**IMMOEAST Immobilien GmbH** („IMMOEAST GmbH“) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach österreichischem Recht, hat ihren Sitz in Wien und ist unter FN 334103d im Firmenbuch eingetragen. Einzige Gesellschafterin der IMMOEAST GmbH ist die IMBEA IMMOEAST Beteiligungsverwaltung GmbH.

**Parthica Immobilien GmbH** („Parthica GmbH“) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach österreichischem Recht, hat ihren Sitz in Wien und ist unter FN 349791z im Firmenbuch eingetragen. Parthica GmbH ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der Immofinanz AG.

**GENA ZWEI Immobilienholding GmbH** („GENA ZWEI GmbH“) ist eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung österreichischen Rechts, hat ihren Sitz in Wien und ist unter FN 370882s im Firmenbuch eingetragen. GENA ZWEI GmbH ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der Parthica GmbH.

**GENA SECHS Immobilienholding GmbH** („GENA SECHS GmbH“) ist eine GmbH nach österreichischem Recht, hat ihren Sitz in Wien und ist unter FN 370877h im Firmenbuch eingetragen. GENA SECHS GmbH ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der Immofinanz AG.

## **2.2 Geplante Änderungen der Gesellschaftsstruktur**

### **2.2.1 Wirtschaftlicher Hintergrund der Transaktion**

Als „Abspaltung“ wird in weiterer Folge die in mehreren Schritten durchzuführende Übertragung der derzeit von Immofinanz AG gehaltenen Beteiligung an BUWOG BuW GmbH auf BUWOG AG als neue Holdinggesellschaft bezeichnet. Dabei werden rund 51% der BUWOG-Gruppe aus der Immofinanz-Gruppe herausgelöst, wobei die Aktionäre der Immofinanz AG Aktien an der BUWOG AG im Verhältnis ihrer Beteiligung erhalten werden. Davon hält Immofinanz AG 43,9% der BUWOG AG-Aktien unmittelbar nach der Abspaltung; weitere 5,1% wird Immofinanz AG durch die Rückführung der Finanzierungsverträge mit J.P. Morgan und [X] im Jahr 2015 oder 2016 erwerben (vgl dazu Punkt 2.4 dieser Stellungnahme).

Durch die Abspaltung und die anschließende Börseneinführung der Aktien der BUWOG AG wird BUWOG AG aus dem Immofinanz-Konzern herausgelöst und als börsennotiertes Unternehmen in mehrheitlichem Streubesitz stehen, der anfangs ausschließlich durch die derzeitigen Aktionäre der Immofinanz AG repräsentiert wird. Darüber hinaus soll durch die Abgabe der Anteilsmehrheit an BUWOG AG durch Immofinanz AG die Beteiligung an BUWOG AG im IFRS-Konzernabschluss der Immofinanz AG entkonsolidiert werden. Dieses Ergebnis wird ua durch den Abschluss eines Entherrschungsver-

trags zwischen Immofinanz AG und BUWOG AG herbeigeführt, wodurch Immofinanz AG das Stimmrecht aus ihren Aktien der BUWOG AG nur hinsichtlich der Hälfte der Aufsichtsratsmitglieder der BUWOG AG ausüben wird.

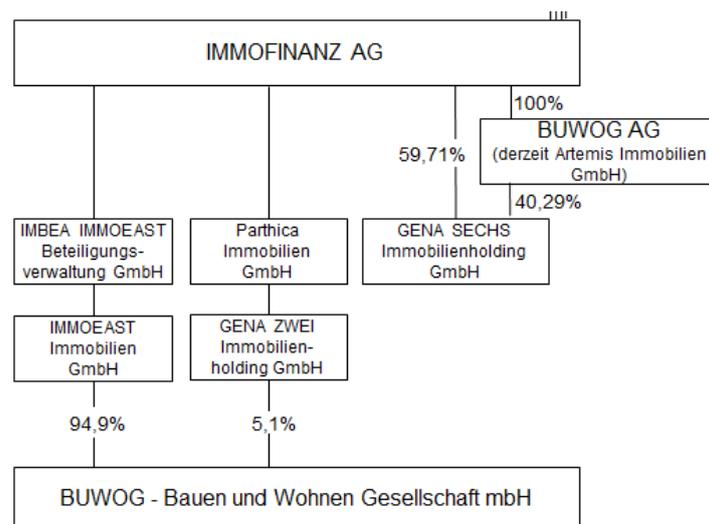
Immofinanz AG strebt – abhängig von den Verhältnissen am Kapitalmarkt – mittelfristig die Abgabe von weiteren Anteilen an BUWOG AG an.

## 2.2.2 Ausgangslage

Nach vorbereitenden Umstrukturierungsschritten, die hier nicht im Detail dargestellt werden, wird Immofinanz AG mittelbar über IMBEA GmbH und Parthica GmbH 100% an der BUWOG BuW GmbH halten.

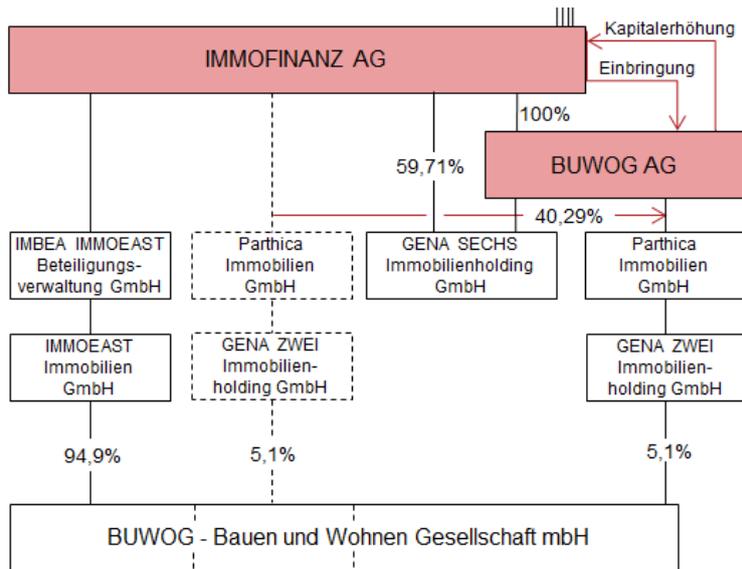
BUWOG AG erwirbt als 100%ige Tochtergesellschaft der Immofinanz AG eine Beteiligung im Ausmaß von 40,29% an GENA SECHS GmbH. Die verbleibenden 59,71% an GENA SECHS GmbH wird weiterhin Immofinanz AG halten.

Die Ausgangslage zeigt somit folgendes Bild:



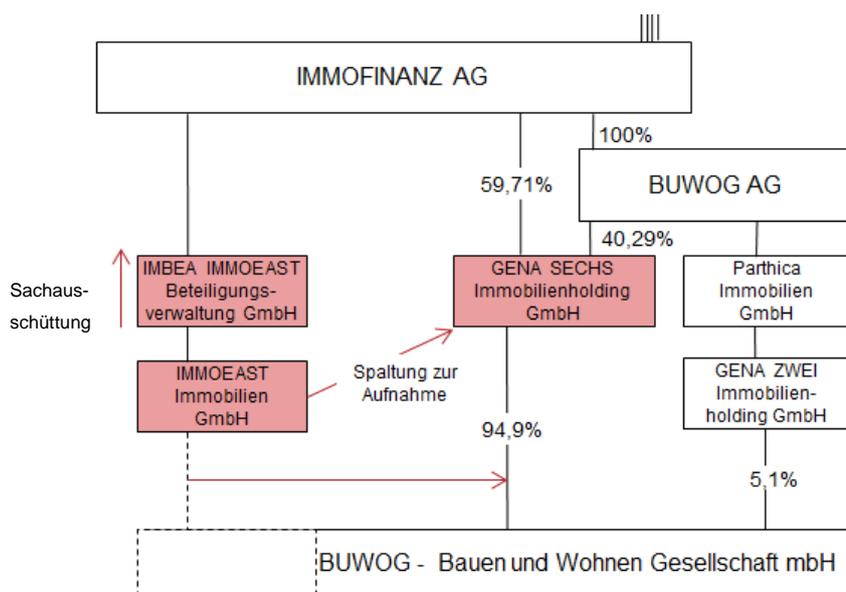
## 2.2.3 Schritt 1

Immofinanz AG bringt ihre 100%-Beteiligung an Parthica GmbH, welche mittelbar eine 5,1%-Beteiligung an BUWOG BuW GmbH repräsentiert, in BUWOG AG als Sacheinlage ein. Damit geht eine Sachkapitalerhöhung von BUWOG AG und die Ausgabe von 43.095.839 Stück BUWOG AG-Aktien einher. Die 100%-Beteiligung von Immofinanz AG an BUWOG AG wird nach diesem Schritt durch 43.165.839 Aktien der BUWOG AG repräsentiert. BUWOG AG erwirbt damit mittelbar eine 5,1%-Beteiligung an BUWOG BuW GmbH.



## 2.2.4 Schritt 2

Zur Entflechtung der 94,9%-Beteiligung an BUWOG BuW GmbH spaltet IMMOEAST GmbH diese *side-stream* zur Aufnahme auf GENA SECHS GmbH ohne Anteilsgewähr an IMBEA GmbH ab. Dadurch erlangt BUWOG AG über die bestehende 40,29%-Beteiligung an GENA SECHS GmbH mittelbar einen Anteil an BUWOG BuW GmbH iHv 38,23%. Die übrigen 59,71% an GENA SECHS GmbH, und damit mittelbar 56,67% an BUWOG BuW GmbH, hält Immofinanz AG direkt. Auch nach diesem Schritt hält Immofinanz AG unmittelbar und mittelbar weiterhin 100% an BUWOG BuW GmbH.

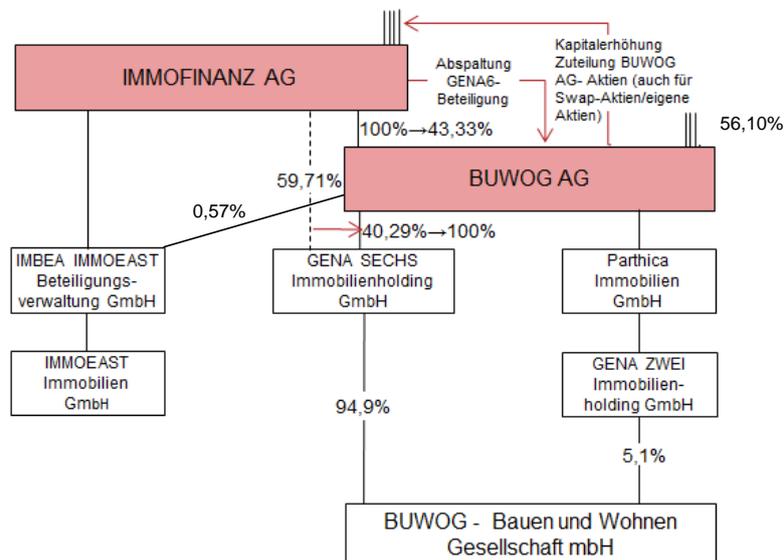


### 2.2.5 Schritt 3

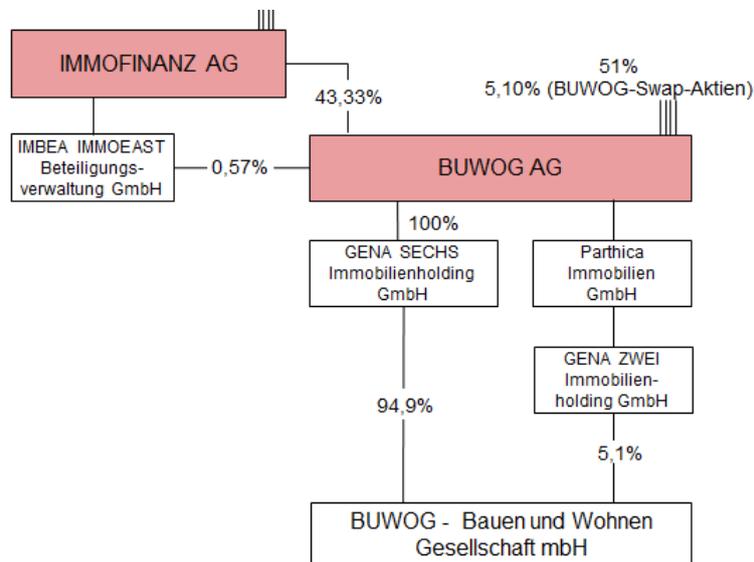
Die Abspaltung und die Ausgabe von Aktien der BUWOG AG an die Aktionäre der Immofinanz AG erfolgt im Zuge einer *down stream*-Abspaltung der 59,71% Beteiligung der Immofinanz AG an der GENA SECHS GmbH zur Aufnahme auf BUWOG AG. Die Beteiligung von BUWOG AG an GENA SECHS GmbH wird dadurch von 40,29% auf 100% aufgestockt; BUWOG AG hält dadurch mittelbar über GENA SECHS GmbH, Parthica GmbH und GENA ZWEI GmbH 100% an BUWOG BuW GmbH.

Zur Durchführung der Abspaltung erhöht BUWOG AG das Grundkapital mittels Ausgabe von 56.447.635 Aktien. Diese Aktien werden in weiterer Folge den Aktionären der Immofinanz AG im Verhältnis ihrer Beteiligung an der Immofinanz AG im Aufteilungsverhältnis eine BUWOG AG-Aktie für zwanzig Aktien der Immofinanz AG zugeteilt.

Durch die Ausgabe der Aktien der BUWOG AG an die Aktionäre der Immofinanz AG reduziert sich die Beteiligung der Immofinanz AG an BUWOG AG von 100% auf 43,33%. Zudem erhält IMBEA GmbH für die gehaltenen Aktien der Immofinanz AG (eigene Aktien) Aktien der BUWOG AG im Ausmaß von rund 0,57% zugeteilt. Immofinanz AG hält somit unmittelbar (43,33%) und mittelbar (0,57%) 43,90% an BUWOG AG.



Die Beteiligung der Immofinanz-Gruppe an BUWOG AG beträgt nach Wirksamwerden der Abspaltung somit 43,9%. Die gesellschaftsrechtliche Struktur rund um die Immofinanz AG bzw rund um die BUWOG AG stellt sich nach der Durchführung der Abspaltung daher wie folgt dar:



Die voraussichtliche Aktionärsstruktur der BUWOG AG wird sich nach Eintragung der Abspaltung wie folgt darstellen:

Immofinanz AG & IMBEA IMMOEAST	43,90%
J.P. Morgan Securities plc	3,40%
[X]	1,70%
Streubesitz	51,00%

### 2.3 Wandelschuldverschreibungen

Immofinanz AG hat derzeit drei Wandelschuldverschreibungen emittiert, die Wandlungsrechte in Aktien der Immofinanz AG verbriefen: ISIN XS0283649977, fällig 20.01.2014 („WS 2014“); ISIN XS0332046043, fällig 19.11.2017 („WS 2017“); ISIN XS0592528870, fällig 08.03.2018 („WS 2018“).

Gemäß den gleichlautenden Regelungen der Emissionsbedingungen der Wandelschuldverschreibungen der Immofinanz AG (§ 11 (g) der WS 2018 und § 10 (g) der WS 2017) werden die Wandlungsrechte anlässlich der Abspaltung angepasst und den Gläubigern verhältnismäßig Wandlungsrechte in Aktien der BUWOG AG eingeräumt.

## 2.4 Finanzierungsvereinbarung zwischen Immofinanz AG und den finanzierenden Banken

Immofinanz AG schloss im Jänner 2013 mit J.P. Morgan Securities plc und [X] eine *ISDA-Long Form Swap Confirmation* ab. Im Zuge dessen wurden Aktien der Immofinanz AG im Ausmaß von 6% an J.P. Morgan und im Ausmaß von 3% des Grundkapitals an [X] zum Preis von EUR 3,28 je Aktie übertragen; der Gesamtkaufpreis beträgt somit EUR 333,3 Mio. Davon leistete Immofinanz AG einen Sicherheitenbetrag von EUR 183,3 Mio an die finanzierenden Banken; die Differenz zum Kaufpreis ist die Finanzierungsvaluta von EUR 150 Mio, die variabel verzinst ist.

J.P. Morgan und [X] haben Eigentum an den und die volle Verfügungsbefugnis über die Anteile der Immofinanz AG. Immofinanz AG ist am 14. Jänner 2016 verpflichtet, die Aktien der Immofinanz AG – und nach Durchführung der Abspaltung auch jene der BUWOG AG – zum Preis von EUR 3,28 je Aktie rückzuerwerben. Sollte die in der Hauptversammlung vom Oktober 2012 erteilte Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien nicht erneuert werden, so besteht die Pflicht zur Übernahme der eigenen Aktien bereits zum 25. März 2015.

Immofinanz AG hat das Recht, das Finanzierungsgeschäft ganz oder teilweise zu kündigen.

## 3 Rechtliche Beurteilung

### 3.1 **Angebotspflicht an die Aktionäre der BUWOG AG**

Wie dem dargelegten Sachverhalt entnommen werden kann, beabsichtigt die Antragstellerin, ihre mittelbare Beteiligung an der BUWOG BuW GmbH in mehreren Umgründungsschritten auf ihre 100%ige Tochtergesellschaft BUWOG AG als aufnehmende Gesellschaft verhältnismäßig zur Aufnahme abzuspalten und nach Durchführung dieser Maßnahmen ihre Beteiligung an BUWOG AG von 100% auf 43,9% reduzieren. Die Aktien der BUWOG AG sollen (unter anderem) zum Amtlichen Handel an der Wiener Börse zugelassen werden, sodass ab diesem Zeitpunkt die Bestimmungen des Übernahmegesetzes gemäß dessen § 2 auf die BUWOG AG grundsätzlich anwendbar sein werden.

Nach Ansicht des ersten Senats der ÜbK führt diese Umgründungsmaßnahme **nicht zur Angebotspflicht** der Immofinanz AG an die Aktionäre der BUWOG AG:

BUWOG AG ist bis zur Eintragung der verhältnismäßigen Abspaltung in das Firmenbuch und der damit einhergehenden Börsenzulassung ihrer Aktien mangels Börsennotierung an einem geregelten Markt keine Zielgesellschaft iSd § 2 ÜbG. Wie die Antragstellerin aber richtig ausführt, kann die Angebotspflicht auch im Rahmen einer analogen Anwendung der übernahmerechtlichen Bestimmungen begründet werden, wenn die Aktionäre der Zielgesellschaft in der übernehmenden Gesellschaft einem (neuen) kontrollierenden Aktionär gegenüberstehen (vgl dazu GZ 2000/1/4-171).

Eine analoge Anwendung setzt freilich voraus, dass ein Sachverhalt zu einer Gefährdung jener Interessen führt, die durch das ÜbG geschützt werden sollen, wobei hier insbesondere an den primären Schutzzweck des ÜbG, den Konzerneingangsschutz, zu denken ist. Eine solche Gefährdung ist im entscheidungsgegenständlichen Sachverhalt nicht gegeben: Immofinanz AG kontrolliert die BUWOG AG bereits vor der Spaltung. Würde Immofinanz AG der BUWOG AG nach deren Börsengang als kontrollierende Aktionärin bspw. Geschäftschancen entziehen, worin eines der größten Bedenken des Konzerneingangsschutzes liegt, träte eine Bereicherung bei Immofinanz AG und damit gleichzeitig eine Entreicherung bei BUWOG AG ein. Allerdings würde sich selbst dieser Umstand für die im Zeitpunkt der Spaltung an Immofinanz AG und BUWOG AG beteiligten Aktionäre neutral auswirken; denn die Aktionäre sind auch an der bereicherten Immofinanz AG im gleichen Verhältnis beteiligt.

Vor der Abspaltung hält Immofinanz AG 100% der Anteile an BUWOG AG und kontrolliert diese daher. Durch die verhältnismäßige Abspaltung zur Aufnahme erhalten die Aktionäre der Immofinanz AG Aktien der BUWOG AG zusätzlich zu ihren Immofinanz-Aktien im Verhältnis eine BUWOG-Aktie für zwanzig Immofinanz-Aktien. Während die Aktionäre vor der Abspaltung mit ihren Aktien der Immofinanz AG am Erfolg der gesamten Immofinanz-Gruppe, zu der auch BUWOG AG zählt, beteiligt sind, halten die Aktionäre nach Eintragung der Abspaltung zwei fungible, börsennotierte Beteiligungspapiere. Hier ergeben sich zwei Handlungsoptionen für die Aktionäre:

- Einerseits können sie ihre Aktien an Immofinanz AG und BUWOG AG weiterhin in ihrem Portfolio behalten, wodurch sich für die Aktionäre aus wirtschaftlicher Sicht keine Änderung der Situation gegenüber jener vor der Abspaltung ergibt, zumal sie damals ihre Beteiligung an Immofinanz AG und BUWOG AG nur gemeinsam halten, erwerben und veräußern konnten.
- Andererseits können die Aktionäre nach der Abspaltung eines der beiden Beteiligungspapiere über den Markt veräußern und so ihre Investitionen gezielter an ihre Wünsche und Bedürfnisse anpassen.

Daraus ergibt sich, dass die beabsichtigte Abspaltung zu keinem Nachteil für die Minderheitsaktionäre führt. Letztere erlangen dadurch überdies einen Vorteil, ihr Investment gezielter platzieren zu können.

Jene Aktionäre, die erst nach der Abspaltung bei BUWOG AG einsteigen, sind nicht schutzwürdig. Diese erwerben ihre Beteiligung nämlich in dem Bewusstsein, dass es sich bei BUWOG AG um eine aus übernahmerechtlicher Sicht kontrollierte Gesellschaft handelt. Auf diesen Umstand ist freilich im Börsenzulassungsprospekt bzw. in einem allfälligen prospektersetzenden Dokument hinzuweisen.

**Ergebnis:** Nach Ansicht des ersten Senats löst die dargelegte verhältnismäßige Abspaltung zur Aufnahme keine Pflicht der Immofinanz AG aus, ein Angebot gemäß §§ 22 ff. ÜbG an die Aktionäre der BUWOG AG zu stellen.

### **3.2 Angebotspflicht an die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen der Immofinanz AG**

Die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen erhalten gemäß den Emissionsbedingungen anteilig im selben Verhältnis wie die Aktionäre Wandlungsrechte in Aktien der BUWOG AG, sodass der Wert dieser Wandelschuldverschreibungen nach der Abspaltung sowohl von der Wertentwicklung der Aktien der Immofinanz AG als auch von jener der Aktien der BUWOG AG abhängt.

Sowohl Aktien als auch Wandelschuldverschreibungen stellen Beteiligungspapiere iSv § 1 Z 4 ÜbG dar. Inhaber solcher Beteiligungspapierinhaber sind nach einem der zentralen Prinzipien des Übernahmerechts gleich zu behandeln, sofern sich diese in gleichen Verhältnissen befinden. Dies ist im Falle von Wandelschuldverschreibungen und Aktien gegeben, da die Aktionäre der Immofinanz AG ebenso zu Aktionären der BUWOG AG werden wie die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen der Immofinanz AG Wandlungsrechte in Aktien der Immofinanz AG und der BUWOG AG erhalten, wobei das Verhältnis zwischen diesen beiden Aktien gleich ist wie jenes der Aktionäre, nämlich zwanzig Immofinanz-Aktien zu einer BUWOG-Aktie.

**Ergebnis:** Nach Ansicht des ersten Senats besteht aufgrund der dargelegten verhältnismäßigen Abspaltung zur Aufnahme keine Angebotspflicht gemäß §§ 22 ff ÜbG an die Inhaber von Wandelschuldverschreibungen der Immofinanz AG.

### **3.3 Angebotspflicht bei Rückführung der Finanzierungsverträge**

Immofinanz AG hat im Jänner 2013 eigene Aktien, die einem Anteil von 9% des Grundkapitals entsprechen, an die beiden finanzierenden Banken, J.P. Morgan und [X], zur Besicherung eines zu gewährenden Kredits übertragen. Diese zu Finanzierungszwecken übereigneten (eigenen) Aktien der Immofinanz AG werden im März 2015 bzw bei entsprechender Verlängerung der Ermächtigung zum Rückerwerb eigener Aktien durch die Hauptversammlung im Jänner 2016 an Immofinanz AG zurückübertragen. Durch die Abspaltung erhalten auch die finanzierenden Banken Aktien an BUWOG AG, die einem Anteil von rund 5,1% entsprechen. Auch diese Aktien sind Gegenstand der Rückführung der Finanzierungsvereinbarungen mit den finanzierenden Banken in den Jahren 2015 bzw 2016.

Die von den finanzierenden Banken gehaltenen Aktien werden in deren unbeschränktem Eigentum gehalten. Die Banken sind insbesondere in der Ausübung ihres Stimmrechts frei; sie halten die Aktien überdies nicht treuhändig für Immofinanz AG. Somit scheidet eine Zurechnung der Stimmrechte der finanzierenden Banken bei der Immofinanz AG; durch eine solche Zurechnung würde die folgende Diskussion zum *creeping in* von vornherein obsolet.

Immofinanz AG hält unmittelbar nach der Abspaltung 43,9% der Aktien der BUWOG AG und verfügt somit über eine kontrollierende Beteiligung der BUWOG AG, ohne dass ihr die Mehrheit der auf die

ständig stimmberechtigten Aktien entfallenden Stimmrechte zustehen. Durch die Rückführung der Finanzierungsvereinbarungen mit den finanzierenden Banken wird Immofinanz AG 5,1% der Aktien der BUWOG AG in einem Schritt, und somit innerhalb eines Zeitraums von zwölf Monaten, hinzuerwerben. Dadurch ist der Tatbestand des *creeping in* gemäß § 22 Abs 4 ÜbG grundsätzlich erfüllt.

Nach Ansicht des ersten Senats löst dieser **Rückerwerb** jedoch aus den folgenden Gründen dennoch **keine Angebotspflicht** aus:

Wie bei den anderen die Angebotspflicht auslösenden Tatbeständen – § 22 Abs 1 und § 22a ÜbG – sind auch beim *creeping in* die Ausnahmen von der Angebotspflicht anzuwenden (*Huber in Huber, Übernahmegesetz, § 22 Rz 80*). Dabei scheinen insbesondere die Ausnahmen gemäß § 25 ÜbG einschlägig, bei denen zwar der Tatbestand des *creeping in* erfüllt ist und die Kontrolle dadurch ausgebaut wird, jedoch volkswirtschaftliche oder private Interessen eine Ausnahme von der Angebotspflicht rechtfertigen können (*Winner, ÖJZ 2006, 659 [664]*).

Auf den Rückerwerb des 5,1%-Aktienpakets der BUWOG AG durch Immofinanz AG von den finanzierenden Banken können nach Ansicht des erkennenden Senats die Wertungen des § 25 Abs 1 Z 2 Fall 2 ÜbG übertragen werden, sodass diese Ausnahmebestimmung durch Gesetzesanalogie anzuwenden ist.

Diese Ausnahme von der Angebotspflicht privilegiert den Erwerb von Aktien zu Sicherungszwecken, wobei nach dem Wortlaut der Norm lediglich der Erwerb selbst privilegiert sein soll (*arg Keine Angebotspflicht, aber eine Pflicht zur Anzeige des Sachverhalts an die Übernahmekommission besteht, wenn ... Aktien ... zur Sicherung von Forderungen erworben werden*). In der entscheidungsgegenständlichen Sachverhaltskonstellation liegt hingegen genau der umgekehrte Fall vor: Hier erwirbt der Sicherungsgeber die zuvor dem Sicherungsnehmer übereigneten Aktien wieder zurück und löst dadurch den Tatbestand des *creeping in* aus. Allerdings würde es wohl nicht dem Telos der Ausnahmebestimmung gerecht, wenn zwar der Erwerb zu Sicherungszwecken privilegiert wäre, aber die Rückübereignung an den Sicherungsgeber die Angebotspflicht auslöste. Dies würde nämlich im Ergebnis dazu führen, dass die Sicherungsübereignung von Aktien börsennotierter Gesellschaften praktisch nicht vorkommen wird. Denn gerade Aktionäre, die ein kontrollierende Beteiligung vermittelndes Aktienpaket zur Sicherung übertragen, können durch die Stellung eines Pflichtangebots bei Rückführung der Finanzierung finanziell überfordert werden. Bei dieser Auffassung wäre die eigens für den Fall der Sicherungsübereignung geschaffene Ausnahme in § 25 Abs 1 Z 2 Fall 2 ÜbG praktisch ohne Bedeutung. Der Rückerwerb von zur Sicherung übertragener Aktien stellt nur den *contrarius actus* zum Erwerb solcher Aktien bei der Sicherungsübereignung dar; eine unterschiedliche übernahmerechtliche Beurteilung dieser beiden Fälle erscheint im konkreten Fall nicht geboten.

Zudem wird diese analoge Anwendung der Ausnahme von der Angebotspflicht auch durch die *ratio legis* des § 22 Abs 4 ÜbG, der *creeping-in*-Bestimmung, bestätigt. Diese liegt insbesondere in der Verhinderung billiger Übernahmen („*low balling*“). Dabei soll insbesondere jene Taktik eines Bieters unterbunden werden, dass ein Bieter die Angebotspflicht zu einem Zeitpunkt auslöst, zu dem der Börsenkurs besonders niedrig ist. In der Folge würde der Bieter ein unattraktives Pflichtangebot stellen, das nur von wenigen Aktionären angenommen wird. Der Bieter verfügt nunmehr über eine kontrollierende Beteiligung über die Zielgesellschaft. Gäbe es die *creeping in*-Regelung nicht, wäre der Bieter hinsichtlich weiterer Zukäufe völlig frei. Diese Gefahr besteht hier nicht, da Immofinanz AG in einer Gesamtbetrachtung der beabsichtigten Transaktion ihre Beteiligung an BUWOG AG von 100% (vor der Abspaltung) auf insgesamt 49% (nach der Rückführung der Finanzierung) reduziert.

Jene Aktionäre, die erst nach der Abspaltung Aktien der BUWOG AG erworben haben, sind überdies nicht schutzwürdig, wenn sie ihre Anteile im vollen Bewusstsein über den noch zu erfolgenden Zuerwerb im Jahr 2015 bzw 2016 durch Immofinanz AG erworben haben. Denn dieser Erwerb ist bereits vor dem Zeitpunkt der Abspaltung verbindlich vereinbart worden. Voraussetzung ist freilich, dass diese Transaktion wie geplant in den Spaltungsunterlagen bzw im Prospekt ersichtlich sein wird. Dieses Vorgehen deckt sich auch mit jener Spruchpraxis der ÜbK, wonach Anlegern, die ihre Aktien im Wissen um eine bevorstehende Änderung der Beteiligungsstruktur erworben haben, bei Verwirklichung dieser Struktur keine Austrittsmöglichkeit über ein Pflichtangebot nach den Vorschriften des ÜbG zu gewähren ist (vgl dazu bereits GZ 1999/A/4-5 zu einem bereits beim IPO im Prospekt angekündigten Kontrollwechsel).

Klarstellend wird festgehalten, dass diese Stellungnahme des ersten Senats nur für die hier offengelegte Fallkonstellation einschlägig ist, in der die Rückführung der Finanzierungsverträge zu den bereits im Zeitpunkt der Abspaltung vereinbarten Bedingungen geschieht. Sollten die Bedingungen, insbesondere der Rückkaufpreis, das Rückkaufdatum oder die Anzahl der zu übernehmenden Aktien verändert werden, läge ein veränderter Sachverhalt vor, der aus übernahmerechtlicher Sicht neuerlich zu beurteilen sein wird. Der Antragstellerin wird für diesen Fall nahegelegt, jedenfalls mit der ÜbK das Einvernehmen zu suchen.

**Ergebnis:** Nach Ansicht des ersten Senats ist der Erwerb von 5,1% der Aktien der BUWOG AG durch Immofinanz AG gemäß § 25 Abs 1 Z 2 Fall 2 ÜbG *per analogiam* von der Angebotspflicht gemäß § 22 Abs 4 ÜbG befreit. Die Rückführung der Finanzierungsvereinbarungen und der damit einhergehende Erwerb der BUWOG-Aktien durch Immofinanz AG im März 2015 bzw Jänner 2016 ist der ÜbK gemäß § 25 Abs 1 letzter Satz ÜbG unverzüglich, spätestens aber innerhalb von 20 Börsetagen ab Erlangen der Aktien, anzuzeigen.

#### 4 Unverbindlichkeit der Stellungnahme

Abschließend weist der 1. Senat darauf hin, dass seine Stellungnahmen gemäß § 29 Abs 1 ÜbG **keine rechtliche Bindungswirkung** entfalten. Darüber hinaus verweist der Senat auf den Umstand, dass er bei der vorliegenden Stellungnahme – soweit nicht im Einzelnen anders dargelegt – von der Richtigkeit und Vollständigkeit der von der Antragstellerin vorgelegten Informationen ausgegangen ist.

Wien, am 20. Dezember 2013

Univ.-Prof. Dr. Martin Winner  
(Vorsitzender des 1. Senats)