



[geringfügig redaktionell bearbeitet]

An [...]

**GZ 2019/1/5-13**  
**(Andritz)**

Der 1. Senat der Übernahmekommission gibt unter dem Vorsitz von Univ.-Prof. Dr. Josef Aicher im Beisein der Mitglieder Dr. Ursula Fabian (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 2 ÜbG), Mag. Friedrich Hief (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 3 ÜbG) und Mag. Helmut Gahleitner (Mitglied gemäß § 28 Abs 2 Z 4 ÜbG) auf Antrag gemäß § 29 Abs 1 ÜbG der Cerberus Vermögensverwaltung GmbH, Custos Privatstiftung, Custos Vermögensverwaltungs GmbH und der natürlichen Person AA vom 12.11.2019, ergänzt am 16.12.2019, folgende

## **STELLUNGNAHME**

ab:

**Custos bzw die ihr zurechenbaren Rechtsträger müssen bei Abschluss bzw Ausübung des vorgelegten Optionsgeschäfts kein öffentliches Pflichtangebot gem § 22 ff ÜbG legen.**

# BEGRÜNDUNG

## Inhaltsverzeichnis

A.	ALLGEMEINES .....	3
I.	Informationen zur Zielgesellschaft .....	3
II.	Vorverfahren .....	3
a.	Vorverfahren GZ 2014/1/7 .....	3
b.	Vorverfahren GZ 2018/1/5 .....	4
B.	SACHVORBRINGEN .....	4
I.	Ausbau der Beteiligung – Beweggründe der Antragsteller.....	4
II.	Optionsstruktur .....	5
C.	RECHTSVORBRINGEN.....	5
D.	ANTRAG .....	6
E.	SACHVERHALT.....	6
F.	RECHTLICHE BEURTEILUNG .....	7
I.	Grundlegendes .....	7
II.	Zurechnung von Optionen .....	8
a.	Grundsätzliche Überlegungen .....	8
b.	Eigentumserwerb.....	8
c.	Möglichkeit der Einflussnahme auf das Stimmrecht.....	8
d.	Zurechnung aufgrund Übergang des wirtschaftlichen Risikos.....	9
III.	Ausbau des Einflusses.....	10
a.	Grundsätzliche Überlegungen .....	10
b.	Wertungsvergleich Höchststimmrecht .....	12
c.	Kein Ausbau des Einflusses im vorliegenden Fall .....	13
G.	UNVERBINDLICHKEIT DER STELLUNGNAHME.....	15

## A. ALLGEMEINES

### I. Informationen zur Zielgesellschaft

1. Die Andritz AG ist eine Aktiengesellschaft nach österreichischem Recht mit Sitz in Graz und der Geschäftsanschrift Stattegger Strasse 18, 8045 Graz. Sie ist eingetragen im Firmenbuch des Landesgerichts Graz unter FN 50935 f. Das Grundkapital der Gesellschaft ist in 104.000.000 auf Inhaber lautende nennbetragslose Stückaktien unterteilt. Die Aktien notieren unter ISIN AT0000730007 im Amtlichen Handel (Prime Market) der Wiener Börse AG. Die Aktien der Andritz unterliegen daher gemäß § 2 ÜbG dem Vollenwendungsbereich des Übernahmegesetzes.

### II. Vorverfahren

#### a. Vorverfahren GZ 2014/1/7

2. Im Verfahren zu GZ 2014/1/7 [Andritz] entschied die ÜbK, dass Custos Privatstiftung („Custos“) im Zusammenhang mit den Stimmrechten an der Andritz jedenfalls
  - die Certus Beteiligungs-GmbH („Certus“)
  - die Cerberus Vermögensverwaltung GmbH („Cerberus“) und
  - die SASR Achtundfünfzigste Beteiligungsverwaltungs GmbH (nunmehr Custos Vermögensverwaltungs GmbH) („Custos Vermögensverwaltung“)
  - sowie die von der natürlichen Person AA („AA“) ausgeübten Stimmrechte an der Andritzzuzurechnen sind und Custos (alle gemeinsam „Custos-Gruppe“) damit auf einen Anteil iHv rund 31,49% am stimmberechtigten Grundkapital der Andritz kommt. Grafisch sieht die aktuelle Beteiligungsstruktur, die dem gegenständlichen Antrag zu entnehmen ist, wie folgt aus: [...]
3. Die Zurechnung ergab sich durch die Änderung der Rechtslage durch das ÜbRÄG 2006, die zu einer anderen rechtlichen Qualifikation von Wertpapierdarlehen und im Ergebnis zu einer Zurechnung der Anteile an Andritz bei Certus bzw bei Custos führte. Custos hielt bis zu den Umstrukturierungen im Jahr 2014 eine 100%-ige Beteiligung an Certus. Eine Angebotspflicht wurde dadurch jedoch nicht ausgelöst, da die ÜbK den Sachverhalt als passive Kontrollerlangung der Rechtsträger rund um Custos gemäß § 22b ÜbG beurteilte.
4. Die passive Kontrollerlangung hat grundsätzlich zur Folge, dass gemäß § 22b Abs 2 ÜbG nicht mehr als 26% der Stimmrechte ausgeübt werden können. Die ÜbK kann jedoch gemäß Abs 3 *leg cit* das Stimmrechtsruhen ganz oder teilweise aufheben und stattdessen Bedingungen und Auflagen festlegen, sofern

dadurch ein gleichwertiger Schutz der anderen Inhaber von Beteiligungspapieren gewährleistet ist.

5. Die ÜbK hob mit Bescheid zu GZ 2014/1/7 [Andritz] das Stimmrechtsruhen von Custos und den ihr zurechenbaren Rechtsträgern partiell und befristet bis zum 30.6.2018 auf; in Bezug auf kontrollrelevante Beschlüsse und die Bestellung von nicht unabhängigen Aufsichtsratsmitgliedern blieb das Stimmrechtsruhen (unter bestimmten Voraussetzungen) aufrecht.

#### **b. Vorverfahren GZ 2018/1/5**

6. Mit Antrag vom 14.06.2018 beehrten die Rechtsträger rund um Custos, das Stimmrechtsruhen unbefristet aufzuheben, da der relative Stimmrechtsanteil von Custos und den ihr zurechenbaren Rechtsträgern in den letzten Jahren keine relative Hauptversammlungsmehrheit vermittelt hätte. Mit Bescheid zu GZ 2018/1/5 [Andritz] entschied die ÜbK das Stimmrechtsruhen so lange unbefristet aufzuheben, bis Custos und die mit ihr gemeinsam vorgehenden Rechtsträger in einer Hauptversammlung gemeinsam mehr als 26% der Stimmrechte an der Andritz tatsächlich ausüben, obwohl ihnen nach dem ersten gemäß § 117 AktG aufgelegten Teilnehmerverzeichnis eine relative Hauptversammlungsmehrheit zukommt; in Bezug auf kontrollrelevante Beschlüsse und die Bestellung von nicht unabhängigen Aufsichtsratsmitgliedern blieb das Stimmrechtsruhen (unter bestimmten Voraussetzungen) weiterhin aufrecht.

### **B. SACHVORBRINGEN**

#### **I. Ausbau der Beteiligung – Beweggründe der Antragsteller**

7. Neben dem Stimmrechtsruhen hat die passive Kontrollerlangung zur Folge, dass gem § 22b Abs 2 ÜbG jeder „*Ausbau der Beteiligung*“ die Angebotspflicht auslöst. Custos samt zurechenbaren Rechtsträgern ist es daher nicht möglich, zusätzliche Andritz-Aktien zu erwerben, ohne dadurch die Angebotspflicht auszulösen. AA möchte jedoch am Kurspotential von Andritz über die bestehende Beteiligung hinaus partizipieren. Deshalb habe er zusammen mit der Bank BB plc („**BB**“) eine Derivat-Struktur entwickelt, die es ihm ermöglichen soll, auf steigende Kurse zu setzen, ohne weitere Aktien zu erwerben oder Einfluss auf die Ausübung zusätzlicher Stimmrechte aus Aktien an der Andritz nehmen zu können. Dafür seien spezielle Call-Optionen vorgesehen, die bei Ausübung nicht zum Erwerb von Aktien berechtigen, sondern auf Barausgleich (*cash settlement*) gerichtet seien.
8. Nicht zuletzt möchte laut Vorbringen AA [...] durch die Investitionsbereitschaft in die Gesellschaft ein positives Zeichen für die weiteren Aktionäre setzen, was derzeit aus übernahmerechtlichen Gründen nicht möglich sei.

## II. Optionsstruktur

9. In Bezug auf die angedachte Optionsstruktur wurde der Entwurf eines geplanten Rahmenvertrags vorgelegt, der zwischen Custos und BB abgeschlossen werden soll. Der Vertrag soll ein Derivatgeschäft in Form einer *cash-settled Call-Option* abbilden und ein maximales Call-Option Volumen von 3.000.000 Stück Aktien an Andritz umfassen, was einem Anteil von ca 2,9 % des Grundkapitals entspricht. Die Laufzeit der im Rahmen dieses Vertrags begründeten Optionen würde jeweils drei Jahre betragen; eine jährliche Prämie (*Duration Premium*) sei an BB zu bezahlen. Der Ausübungspreis soll sich am Kurs der Aktie von Andritz orientieren.
10. Die Antragsteller führen aus, dass dieses Konstrukt Custos zu keinem Zeitpunkt einen schuld- oder sachenrechtlichen Zugriff auf die „*underlyings*“, somit auf die uU von BB erworbenen Aktien von Andritz, erlaube. Es sei zum Zeitpunkt des Abschlusses des Rahmenvertrags unklar, ob BB tatsächlich Aktien an Andritz erwerben oder selbst mit „*counterparties*“ Optionsgeschäfte abschließen werde, um das Risiko aus dem Call-Optionsgeschäft mit Custos abzusichern. Diese Entscheidung würde vom Risikomanagement von BB und den Marktgegebenheiten abhängen.
11. Im Falle, dass BB die Aktien selbst halte, sei nicht mit einer Stimmrechtsausübung zu rechnen, da dies aufgrund interner Compliance-Regelungen von BB ausgeschlossen bzw verboten sei.
12. Am 16.12.2019 wurde in Folge von Gesprächen mit den Antragstellern nach der ersten Senatssitzung ein Ergänzungsantrag eingebracht. In diesem wurde darauf hingewiesen, dass BB zwar grundsätzlich aus Gründen der Compliance das Stimmrecht von Aktien im Hedge-Bestand nicht ausübe. Allerdings sei eine Stimmrechtsausübung bei ausreichendem wirtschaftlichen Eigeninteresse von BB nach Durchlaufen eines internen Eskalationsverfahrens nicht ausgeschlossen. Dies sei in der Vergangenheit schon der Fall gewesen. Zudem sei auch nicht damit zu rechnen, dass Aktien dem Streubesitz „entzogen werden“. Wegen der begleitenden Treasury-Aktivitäten von BB sei zu erwarten, dass die zur Unterlegung der Call-Optionen allenfalls angekauften Aktien Dritten im Wege von (i) Derivat-Geschäften, (ii) Wertpapierleihen oder (iii) zur Unterlegung von Interbankenkrediten überlassen werden.

## C. RECHTSVORBRINGEN

13. [...]
14. Der Erwerb einer Call-Option mit Barausgleich (*cash-settled Call-Option*) führe zu keinem Pflichtangebot, weil er keinen Ausbau der Beteiligung iSd § 22b Abs 2 Satz 2 ÜbG darstelle. Es würden keine stimmberechtigte Aktien bzw keine zusätzlichen Stimmrechte der Zielgesellschaft erworben werden, was

Voraussetzung für die Angebotspflicht (aufgrund eines Hinzuerwerbs von Aktien iSv § 22 Abs 4 ÜbG) sei. Auch der Erwerb von Vorzugsaktien würde keinen Ausbau der Beteiligung darstellen (*Huber in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 22b Rz 32*).

15. Des Weiteren bestünde keine Möglichkeit der Zurechnung. Diese müsse sich entweder aus § 1 Z 6 oder aus § 23 Abs 2 ÜbG ergeben. Beide Bestimmungen würden jedoch im vorliegenden Fall zu keiner Zurechnung führen.
16. § 1 Z 6 ÜbG verlange für ein **gemeinsames Vorgehen**, dass Personen mit dem Bieter auf Grundlage einer **Absprache** zusammenarbeiten, um die **Kontrolle** über die Zielgesellschaft zu erlangen. Dies sei nicht der Fall, weil BB lediglich ein Derivat-Geschäft abwickle, das mit jedem anderen Marktteilnehmer ebenso vorgenommen werden würde.
17. Eine einseitige Zurechnung nach § 23 Abs 2 Z 5 ÜbG sei im vorliegenden Fall ebenso nicht vorstellbar, weil die Antragsteller hierfür Einfluss auf Stimmrechte aus dem allfälligen Hedge-Bestand nehmen müssten. Dies sei aufgrund der strikten Compliance Policy von BB nicht zu erwarten, vielmehr geradezu ausgeschlossen. AA bzw Custos hätte keinen Einfluss darauf, ob und wie BB ihre Stimmrechte aus diesen Aktien ausübe.
18. Zu den vom Senat geäußerten Bedenken verwiesen die Antragsteller in ihrem Ergänzungsantrag auf den Vorbescheid GZ 2018/1/5 [*Andritz*]. Dieser stelle für die Ausübung der 26% übersteigenden Stimmrechte darauf ab, ob der Custos-Gruppe die relative Hauptversammlungsmehrheit zukomme. Die Antragsteller könnten daher gar kein Interesse daran haben, dass sich die Hauptversammlungspräsenz durch Abschluss der Call-Optionsvereinbarungen verringere, weil dies primär die Antragsteller selbst treffen würde.

#### **D. ANTRAG**

Die Antragsteller beantragen eine Stellungnahme der Übernahmekommission gem § 29 Abs 1 ÜbG in dem Sinne, dass Custos bzw die ihr zuzurechenbaren Rechtsträger derartige Call-Optionsgeschäfte abschließen und ausüben dürfen, ohne damit bei Abschluss oder Ausübung der Call-Optionen die Pflicht auszulösen, ein öffentliches Pflichtangebot gem §§ 22 ff ÜbG legen zu müssen.

#### **E. SACHVERHALT**

19. Die Übernahmekommission geht von der Richtigkeit und Vollständigkeit des Vorbringens der Antragsteller aus.

## F. RECHTLICHE BEURTEILUNG

### I. Grundlegendes

20. Wie in den Anträgen der Antragsteller ausgeführt ist eine der Folgen der passiven Kontrollerlangung nach § 22b ÜbG, dass gemäß Abs 2 *leg cit* jeder „Ausbau der Beteiligung“ die Angebotspflicht auslöst. Deshalb sei AA auf der Suche nach einer Möglichkeit, auf andere Art und Weise am Kurspotential von Andritz mitzupartizipieren. Die vorgeschlagene Options-Struktur biete aus Sicht der Antragsteller eine solche Möglichkeit, wirft aber mehrere übernahmerechtliche Fragen zu ihrer Zulässigkeit auf.
21. Entscheidend ist, wie die Options-Struktur im Lichte der passiven Kontrollerlangung zu qualifizieren ist; vor allem, was als „Ausbau der Beteiligung“ iSd § 22b Abs 2 ÜbG zu verstehen ist. Folgende zwei Auslegungsmöglichkeiten sind denkbar.
22. Selbst wenn darunter ausschließlich ein sachenrechtlicher Ausbau iS eines physischen Erwerbs von Beteiligungspapieren zu verstehen ist, muss die Frage des Ausbaus der Beteiligung auch vor dem Hintergrund der Zurechnungsvorschrift des § 23 ÜbG beantwortet werden. § 23 Abs 2 ÜbG sieht für Konstellationen, bei denen der kontrollierende Rechtsträger auf die Ausübung von Stimmrechten Dritter Einfluss nehmen kann, grundsätzlich eine Zurechnung vor. Wesentlich ist, dass es nicht bei allen Zurechnungsvarianten auf einen tatsächlichen Einfluss auf die Ausübung der Stimmrechte ankommt. Insbesondere gem § 23 Abs 2 Z 1 ÜbG, der bei Treuhandkonstruktionen zur Anwendung kommt, ist eine unwiderlegliche Vermutung der Einflussnahme anzunehmen, wenn eine ökonomische Risikoverlagerung auf das Zurechnungssubjekt erfolgt (*Huber in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 23 Rz 25; ÜbK GZ 2014/1/8 [conwert]; ÜbK 2015/1/7 [Bene]*).
23. Alternativ ist eine Auslegung in dem Sinne denkbar, dass die Vorschrift den Ausbau von Einfluss generell hintanhalten möchte. Vor diesem Hintergrund würde sich im vorliegenden Fall die Frage stellen, ob die geplanten Optionsgeschäfte indirekt auch den Einfluss der Custos-Gruppe bei Andritz vergrößern. Wie die Antragsteller ausführen, könnte der Abschluss der Optionsgeschäfte nämlich auch dazu führen, dass die Gegenpartei der Optionen, die *counterparty*, sich mit Aktien eindeckt, um ihre Position abzusichern (*hedgen*). Die Compliance-Richtlinien von BB sehen für diesen Fall gem Ausführungen der Antragsteller vor, dass die Stimmausübung von Aktien im Hedge-Bestand – bis auf wenige Ausnahmen – verboten ist. Dies könnte dazu führen, dass die zur Absicherung der Optionsgeschäfte erworbenen Aktien und vor allem ihr Stimmrecht faktisch „vom Markt genommen werden“ und dadurch uU das relative Stimmgewicht der Custos-Gruppe gegenüber den übrigen Aktionären steigt. Indirekt könnten die

Optionsgeschäfte damit zu einem Ausbau des Einflusses der Custos-Gruppe bei Andritz führen, was ebenso zu berücksichtigen ist.

## II. Zurechnung von Optionen

### a. Grundsätzliche Überlegungen

24. § 23 ÜbG sieht für gewisse Konstellationen, wenn ein (kontrollierender) Rechtsträger auf die Ausübung von Stimmrechten Dritter direkt oder indirekt Einfluss ausüben kann, eine Zurechnung vor. Zweck der Zurechnungsvorschrift ist es, Umgehungen zu vermeiden. Andernfalls könnte die Angebotspflicht leicht durch Aufspaltung eines Kontrolle vermittelnden Aktienbestandes umgangen werden (*Huber in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 23 Rz 1; Diringger/Kalss/Winner, Übernahmerecht<sup>2</sup> Rz 190; allgemein Barth, GesRZ 2019, 239*).
25. Für Optionsverträge sieht § 23 Abs 2 Z 5 ÜbG eine Zurechnung insbesondere dann vor, wenn *„der Rechtsträger [die Beteiligung] durch einseitige Willenserklärung erwerben kann, wenn er die Stimmrechte ohne ausdrückliche Weisung des Aktionärs ausüben oder die Ausübung der Stimmrechte durch den Aktionär beeinflussen kann.“* Zentral ist einerseits die Möglichkeit des **Erwerbs**, vor allem aber die Möglichkeit der **Einflussnahme** auf das Stimmrecht (GZ 2007/3/1 [RHI]; GZ 2009/1/4 [ECO]). Dabei ist von einem weiten Verständnis auszugehen, andernfalls dem Zweck der Bestimmung, gerade bei Optionsverträgen, nicht Rechnung getragen werden könnte (*Zollner, Kontrollwechsel 240*).

### b. Eigentumserwerb

26. Eine Möglichkeit zum **Erwerb** der Aktien durch die Ausübung der geplanten Optionsverträge liegt im vorliegenden Fall gem Antragstellern jedenfalls **nicht vor**. Die Antragsteller bringen vor, dass es sich bei dem geplanten Derivat-Geschäft um *cash-settled* Call-Optionen handelt, die grundsätzlich nicht zum Erwerb von Aktien berechtigen, sondern – entsprechend der Kursentwicklung von Andritz – nur zu einem Barausgleich (*cash settlement*) führen. Bei solchen Optionen, die keinen Anspruch auf Übereignung, sondern nur das Recht auf Zahlung eines Differenzbetrages begründen, kommt eine Zurechnung gemäß § 23 Abs 2 Z 5 ÜbG nicht zur Anwendung (*Zollner, Kontrollwechsel 241*). Mangels Vorliegens der Möglichkeit eines Eigentumserwerbs scheidet nach Ansicht des Senats eine Zurechnung daher aus diesem Grund aus.

### c. Möglichkeit der Einflussnahme auf das Stimmrecht

27. Um die Frage beantworten zu können, ob eine Möglichkeit zur **Einflussnahme** auf das Stimmrecht besteht, ist zu untersuchen, wie die Option ausgestaltet ist,



insbesondere ob es für den Erwerber der Option eine Möglichkeit gibt, auf das *underlying* Einfluss zu nehmen. Dies hängt maßgebend von der Ausgestaltung der Optionsvereinbarung ab (GZ 2009/1/4 [ECO]).

28. Die Antragsteller bringen in Rz 12 des ersten Antrags vor, dass die Custos-Gruppe nicht nur zu keinem Zeitpunkt schuld- oder sachenrechtlich Zugriff auf die *underlyings* habe, sondern auch aus mehreren Gründen die Möglichkeit der Einflussnahme, ob und wie BB als Stillhalter der Option mit den Aktien verfährt, ausgeschlossen sei. Zum Zeitpunkt des Abschlusses der Optionsgeschäfte sei nämlich nicht absehbar, ob BB selbst überhaupt Aktien erwerbe oder selbst (weitere) Optionsgeschäfte abschließe, um das Risiko abzusichern. Dies liege allein in der diskretionären Entscheidungsgewalt des Risikomanagements BB und hänge von den Marktgegebenheiten ab.
29. Für den Fall, dass BB die Aktien selbst erwerben sollte, würden es die internen Compliance-Richtlinien grundsätzlich untersagen, das Stimmrecht auszuüben. Im Ergänzungsantrag wird darauf hingewiesen, dass es üblich sei, dass die von BB zu Hedging-Zwecken erworbenen Aktien wiederum Dritten im Wege von Derivatив-Geschäften, Wertpapierleihen oder zur Unterlegung von Interbankenkrediten überlassen werden. Da es somit nicht unwahrscheinlich sei, dass die Aktien letztlich im (vorübergehenden) Eigentum Dritter stehen, könne BB selbst schon keinen Einfluss auf das Stimmrecht haben, noch viel weniger die Custos-Gruppe.
30. Vor diesem Hintergrund scheidet im vorliegenden Fall mangels einer Möglichkeit der Einflussnahme der Custos-Gruppe auf das Stimmrecht eine Zurechnung aus.

#### d. Zurechnung aufgrund Übergang des wirtschaftlichen Risikos

31. Die ÜbK hat bereits mehrfach ausgesprochen, dass eine Zurechnung uU selbst dann vorzunehmen ist, wenn (noch) keine Eigentumsübertragung stattgefunden hat oder noch keine Möglichkeit bestand, aktiv Einfluss auf das Stimmrecht auszuüben. Das ist dann der Fall, wenn bei **wirtschaftlicher Betrachtungsweise** davon auszugehen ist, dass die Option ausgeübt wird (GZ 2007/3/1 [RHI]; GZ 2009/1/4 [ECO]), oder wenn eine **ökonomische Risikoverlagerung** auf einen anderen Rechtsträger eine Einflussnahme auf die Stimmrechtsausübung indiziert (GZ 2014/1/7 [Andritz]).
32. Dies liegt in Fällen vor, in denen beispielsweise die Optionsprämie sehr hoch und der Ausübungspreis sehr gering ist (GZ 2007/3/1 [RHI]), weil dann – wirtschaftlich-rationales Verhalten vorausgesetzt – jedenfalls davon auszugehen ist, dass die Option ausgeübt wird. Selbiges gilt, wenn mehrere Call- und Put-Optionen derart abgeschlossen werden, dass aus wirtschaftlicher Sicht die Ausübung der Optionen vorhersehbar ist (GZ 2009/1/4 [ECO]). Tritt der Optionscharakter bei wirtschaftlicher Betrachtung in den Hintergrund, so ist die

Vereinbarung aus übernahmerechtlicher Sicht als ein Kauf zu qualifizieren (*Huber* in *Huber*, *ÜbG*<sup>2</sup> § 23 Rz 45). Vergleichbares gilt, wenn das Zurechnungssubjekt die wesentlichen Risiken und Chancen aus den betreffenden Aktien trägt, weil dann typischerweise auch eine Möglichkeit besteht, Einfluss auf den formalen Rechteinhaber zu nehmen (GZ 2014/1/7 [*Andritz*]).

33. Wie oben ausgeführt (Rz 22) ist auch eine Zurechnung nach § 23 Abs 2 Z 1 *ÜbG* denkbar, wenn die ökonomische Risikoverlagerung eine Vermutung der Einflussnahme nahelegt. Für eine Zurechnung ist generell zu prüfen, ob die Beteiligungen an *Andritz* von *BB* für Rechnung der *Custos-Gruppe* „gehalten werden“. Dafür ist aber vorgelagert zu fragen, ob *BB* **aufgrund des Optionsvertrags überhaupt Aktien an *Andritz*** erwerben wird. Die Antragsteller bringen in Rz 13 des ersten Antrags vor, dass dies zum Zeitpunkt des Abschlusses des Optionsgeschäfts mit *BB* nicht absehbar sei und ua vom Risikomanagement *BB* abhängen würde. Im Ergänzungsantrag wird zudem darauf hingewiesen, dass es selbst für den Fall des Erwerbs von Aktien durch *BB* üblich sei, dass diese im Zuge von *Treasury-Aktivitäten* (vorübergehend) weiterveräußert werden.
34. Wenn die *Custos-Gruppe* tatsächlich weder Einfluss auf das weitere Schicksal der Aktien nehmen kann, noch damit rechnen darf, dass diese jedenfalls von *BB* erworben und gehalten werden, scheidet jedenfalls eine Zurechnung nach § 23 Abs 2 Z 1 *ÜbG* grundsätzlich aus. Es liegt in der diskretionären Entscheidungsgewalt *BB*, auf wen sie das Risiko letztlich verlagern wird.
35. **Zwischenergebnis:** Ob die Risikoverlagerung im vorliegenden Fall für sich genommen eine Zurechnung nach § 23 Abs 1 Z 1 oder 5 *ÜbG* zur *Custos-Gruppe* rechtfertigen kann, ist nach Ansicht des Senats zu verneinen. Die *Custos-Gruppe* erlangt durch den Abschluss bzw die Ausübung der Optionsverträge weder faktischen noch wirtschaftlichen Einfluss auf die betroffenen Aktien. Wer die Chancen und Risiken der Kursänderung trägt, hängt davon ab, wie *BB* nach Abschluss der Optionsverträge weiter vorgeht. Erwirbt *BB* selbst Aktien, um sich vor steigenden Kursen abzusichern, trägt sie im Umkehrschluss das Risiko fallender Kurse. Schließt sie weitere Optionsverträge ab, so trägt womöglich ein Dritter, nicht am Vertragsabschluss Beteiligter, das Risiko. Auf all das hat aber – wie im Antrag vorgebracht – die *Custos-Gruppe* gem Antrag keinen Einfluss. Dies könnte nach Ansicht des Senats anders zu beurteilen sein, wenn Anzeichen für eine Umgehungsabsicht beständen, wofür aber keine Anhaltspunkte vorliegen.

### III. Ausbau des Einflusses

#### a. Grundsätzliche Überlegungen

36. Vor dem Schutzzweck des § 22b Abs 2 *ÜbG* ist auch zu untersuchen, ob dieser nur den physischen Ausbau der *Beteiligung* oder aber generell den Ausbau des

*Einflusses* verhindern will. Wie Eingangs erörtert könnte das geplante Optionsgeschäft nämlich mittelbar dazu führen, dass das **relative Stimmgewicht** der Custos-Gruppe steigt. Sollte BB, um ihre Position abzusichern, Aktien von Andritz erwerben oder selbst Optionsverträge abschließen, könnte dies dazu führen, dass sich die Gesamtzahl der Stimmrechte – untechnisch ausgedrückt – verringert. Die Compliance-Richtlinien BB sehen für diesen Fall nämlich offenbar vor, dass die Ausübung der Stimmrechte von Aktien im Hedge-Bestand grundsätzlich verboten ist. Im Ausmaß der gezeichneten Optionsverträge könnte es – zumindest wenn sich die Aktien im Bestand BB befinden – zu einer Verminderung der Gesamtstimmrechte und zu einer entsprechenden Verstärkung des faktischen Einflusses der Custos-Gruppe kommen.

37. Nach Ansicht des Senats ist § 22b ÜbG **als umfassendes Schutzinstrument** anzusehen, welches auch den Ausbau von faktischem Einfluss verhindern soll. § 22b ÜbG ist nämlich eine echte Privilegierung, die im Ergebnis das zulässt, was das Übernahmerecht – nicht gänzlich, aber zumindest ohne die Stellung eines Pflichtangebots – verhindern möchte: einen Kontrollwechsel. Dieser soll nur dann privilegiert sein, wenn die Kontrolle nicht angestrebt wurde und die Angebotspflicht für den kontrollierenden Aktionär überraschend und nicht zumutbar wäre (*Huber in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 22b Rz 3; Winner, ÖJZ 2006, 662*). Als Ausgleich für die Privilegierung soll der neue kontrollierende Aktionär grundsätzlich – mit Ausnahme des Aufhebens des Stimmrechtsruhens bei besonderen Umständen nach Abs 3 *leg cit*, die der Custos-Gruppe bereits gewährt wurde – nicht mehr als 26% seiner Stimmrechte ausüben dürfen und seine Beteiligung nicht weiter ausbauen. Wenn er das dennoch beabsichtigt, hat er ein Übernahmeangebot zu stellen (ErlRV 1334 BIGNR 22. GP 3, 14).
38. Ob § 22b ÜbG auch den **relativen Ausbau des Einflusses** privilegieren möchte und von der Angebotsabsicht in so einem Fall absieht, erscheint nicht gesichert. Bedenken könnten vor allem dann bestehen, wenn der relative Ausbau des Einflusses durch aktive Handlungen (Abschluss von Optionsgeschäften) herbeigeführt wird. Von einer ausschließlichen Passivität des kontrollierenden Aktionärs, wie es der Gesetzgeber bei § 22b ÜbG vor Augen hatte (ErlRV 1334 BIGNR 22. GP 3, 14), ist dann nicht mehr auszugehen.
39. Die Antragsteller argumentieren in ihrem Ergänzungsantrag, dass § 22b Abs 2 ÜbG den (relativen) Ausbau des Einflusses nicht verhindern möchte. Ihrer Ansicht nach sei § 22b Abs 2 ÜbG dahingehend zu verstehen, dass nur ein Hinzuerwerb iSv § 22 Abs 4 ÜbG, somit ein Hinzuerwerb auf Grundlage der Übertragung von Eigentum (dazu *Huber in Huber, ÜbG<sup>2</sup> § 22 Rz 75*) hinangehalten werden soll.
40. Darüber hinaus bringen die Antragsteller im Ergänzungsantrag als **Argument gegen diese Auslegung** vor, dass es der Custos-Gruppe gemäß dem Bescheid zu

GZ 2018/1/5 ohnehin versagt sei, ihre 26% übersteigenden Stimmrechte ausüben, wenn sie aufgrund geringer Hauptversammlungspräsenz die relative Hauptversammlungsmehrheit erreichen würde; der Bescheid sieht nämlich für diesen Fall die auflösende Bedingung vor. Dies sei auch ein Indiz dafür, dass es gar nicht im Interesse der Antragsteller stehen könne, ihr relatives Stimmgewicht auszubauen.

41. Nach Ansicht des Senats greift dieses Argument aber zu kurz. Für den Fall, dass die Custos-Gruppe die relative Hauptversammlungsmehrheit erreicht, dürfen **nur die 26% übersteigenden Stimmrechte** nicht mehr ausgeübt werden. Ein Stimmrechtsruhen unter 26% sieht § 22b bzw das ÜbG generell (mit Ausnahme von Rechtsverstößen) nicht vor. Bei einer entsprechend geringen Hauptversammlungspräsenz dürfte die Custos-Gruppe mitunter nicht mehr die 26% übersteigenden Stimmrechte ausüben. Sofern nun aber Optionsverträge in einem größeren Umfang abgeschlossen werden, würde dies zu einer maßgeblichen Änderung des relativen Stimmgewichts der Custos-Gruppe führen.
42. Das Argument, dass § 22b durch das Stimmrechtsruhen bei 26% ohnehin eine Einschränkung der ausübaren Stimmrechte vorsieht, geht somit jedenfalls ab einer entsprechend geringen Hauptversammlungspräsenz ins Leere, dies vor allem vor dem Hintergrund, dass die faktische Hauptversammlungspräsenz durch den Zukauf von Optionen „gesenkt“ werden könnte. Einem kontrollierenden Aktionär wäre es somit möglich, auf andere Art und Weise, etwa durch Abschluss entsprechender Derivat-Geschäfte, seinen (relativen) Einfluss auch **ohne einen sachenrechtlichen Erwerb** von Aktien auszubauen. Nach Ansicht des Senats kann diese Vorgehensweise, eine entsprechende Absicht vorausgesetzt, eine Umgehung übernahmerechtlicher Vorschriften darstellen.

#### **b. Wertungsvergleich Höchststimmrecht**

43. Eine vergleichbare Wertung liegt nach Ansicht des Senats dem Ausnahmenregime bei Höchststimmrechten zu Grunde. Gemäß § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG besteht die Angebotspflicht nicht, wenn die Ausübung der Stimmrechte aufgrund eines satzungsmäßigen Höchststimmrechts auf höchstens 30 von Hundert beschränkt ist. Ein Hinzuerwerb die Kontrollschwelle übersteigender Stimmrechte führt in diesem Fall nicht zur Angebotspflicht.
44. Diese Ausnahmebestimmung wird in gewissen Fällen aber als überschießend gesehen, etwa dann, wenn ein Aktionär so viele Aktien hinzuerwirbt, dass in der Hauptversammlung **kein ausreichendes Gegengewicht** mehr besteht (ÜbK GZ 2019/3/1 [S IMMO]; *Winner*, ÖJZ 2006, 665; *Diregger/Kalss/Winner*, Übernahmerecht<sup>2</sup> Rz 237 f; *Huber in Huber*, ÜbG<sup>2</sup> § 24 Rz 19), beispielsweise dann, wenn ein Aktionär aufgrund der üblichen Hauptversammlungspräsenz alleine Beschlüsse fassen oder verhindern kann (vgl ÜbK GZ 2019/3/1 [S IMMO])

zur Kapitalmehrheit in diesen Fällen). Vorgeschlagen wird für derartige Konstellationen eine **teleologische Reduktion** des § 24 Abs 2 Z 3 ÜbG, da eine Ausnahme dann nicht mehr gerechtfertigt erscheint.

45. Überträgt man diese Wertung auf den vorliegenden Fall, stellt sich die Frage, ob Selbiges nicht auch für die passive Kontrollerlangung zu gelten hat. Geht man davon aus, dass § 22b Abs 2 ÜbG den Ausbau der Beteiligung umfassend verhindern möchte, ist denkbar, dass auch die **Verringerung des Einflusses der übrigen Aktionäre**, maW des Gegengewichts in der Hauptversammlung, verhindert werden soll. Ein Aktionär kann seinen Einfluss nicht nur über die Erhöhung seines eigenen Stimmgewichts verändern, sondern auch durch Verringerung des Stimmgewichts der anderen Aktionäre.

### c. Kein Ausbau des Einflusses im vorliegenden Fall

46. Ob im vorliegenden Fall ein Ausbau des Einflusses der Antragsteller beabsichtigt oder zu erwarten ist, ist aufgrund der vorgelegten Unterlagen allerdings nicht ohne Weiteres anzunehmen. Denn dafür müsste davon auszugehen sein, dass der Abschluss des vorgelegten Call-Optionsvertrags jedenfalls zu einem Ausbau des relativen Stimmgewichts der Custos-Gruppe führen wird. Die Antragsteller bringen aber im Ergänzungsantrag vor, dass dies (als Folge des Aktienerwerbs durch BB und der damit einhergehenden Nichtausübung der Stimmrechte) nicht zu erwarten sei. Einerseits sei noch nicht sicher, ob BB überhaupt Aktien erwerben würde, andererseits sei selbst beim Erwerb von Andritz-Aktien durch BB zu erwarten, dass die Aktien im Zuge der Treasury-Aktivitäten von BB im Wege von (i) Derivat-Geschäften, (ii) Wertpapierleihen oder zur (iii) Unterlegung von Interbankkrediten Dritten überlassen werden.
47. BB verweist in ihren im Ergänzungsantrag übermittelten „*Hedging Considerations*“ auch auf ein Verfahren vor der London Stock Exchange („LSE“), wo für Fragen der Berechnung des Streubesitzes einer Gesellschaft Aktien, die mittels „*derivative transactions*“ (gemeint sind damit wohl die angesprochenen Derivat-Geschäfte) gehandelt werden, dem Streubesitz zugerechnet werden.
48. Gegenteiliges könnte eventuell bei den Interbankkrediten vorliegen, wenn es sich um sog Rückkaufvereinbarungen (*repo transactions*) handelt. Bei solchen Transaktionen werden Aktien üblicherweise kurzzeitig veräußert und zu einem später definierten Zeitpunkt wieder zurückerworben. Diese Maßnahmen werden idR von Banken zur Beschaffung kurzfristiger Liquidität verwendet. Für diese Fälle könnte womöglich angenommen werden, dass das Stimmrecht aus den (vorläufig an Dritte) veräußerten Aktien nicht ausgeübt wird. Dies hängt freilich von der Complianc-Policy der erwerbenden Banken bzw des Dritten ab.

49. Fraglich ist, ob diese Folgen aus übernahmerechtlicher Sicht der Custos-Gruppe zugerechnet werden können, vor allem, wenn sie weder von der Custos-Gruppe abhängen, noch von ihr beeinflusst werden können. Darüber hinaus ist es laut Vorbringen der Antragsteller überhaupt nicht absehbar, ob das Stimmrecht ausgeübt wird oder nicht.
50. Es liegen **keine Anzeichen** dafür vor, dass die Custos-Gruppe das fragliche Call-Optionsgeschäft deshalb abschließen möchte, um ihren Einfluss auszubauen. Auch wurden – soweit vorgebracht – weder schriftlich noch mündlich Nebenvereinbarungen zum Optionsvertrag abgeschlossen, die allenfalls für Gegenteiliges sprechen könnten. Die erwähnten Auswirkungen sind eine Konsequenz der gewählten Optionsstruktur.
51. Eine andere Beurteilung und Notwendigkeit der abschließenden Klärung der Auslegungsfrage in Bezug auf § 22b Abs 2 ÜbG könnte sich nach Ansicht des Senats dann ergeben, wenn Optionsverträge in größerem Ausmaß gezeichnet werden. Anzeichen für eine Umgehung von übernahmerechtlichen Rechtsvorschriften bestünden etwa dann, wenn ein entsprechendes „Gegengewicht“ in der Hauptversammlung verloren ginge. Die Zulässigkeit derartiger Optionsverträge ist somit letztlich eine Frage des Einzelfalls.
52. Der Vollständigkeit halber sei auf das Vorbringen der Antragsteller hingewiesen, dass in Ausnahmefällen, wenn „ausreichende wirtschaftliche Eigeninteressen“ BB gefährdet sind, es ein „internes Eskalationsverfahren“ gäbe, welches dazu führen könnte, dass das Stimmrecht aus Aktien im Hedge-Bestand entgegen der grundsätzlichen Compliance-Bestimmungen trotzdem ausgeübt wird. Dies führt nach Ansicht des Senats jedoch zu keiner anderen Beurteilung, zumal zur Abhaltung dieses (nicht näher definierten) internen Eskalationsverfahrens – wie auch die Rechtsvertreter der Antragsteller in einem Telefonat mit der Geschäftsstelle vorbrachten – nicht auf kontrollrelevante Beschlüsse abgestellt wird, sondern ausschließlich auf ökonomische Eigeninteressen BB.
53. Abschließend sei erwähnt, dass das ÜbG gerade nicht auf den relativen Abstand zu anderen Aktionären abstellt. Deswegen führt bei Überschreiten der 30%-Schwelle auch der relative Anstieg des Stimmgewichts beim Rückerwerb eigener Aktien oder Kapitalherabsetzungen zur Angebotspflicht, unabhängig davon, ob auch in diesen Fällen das Stimmgewicht aller Aktionäre steigt.
54. **Ergebnis: Nach Ansicht des Senats müssen Custos bzw die ihr zurechenbare Rechtsträger bei Abschluss bzw Ausübung des vorgelegten Optionsgeschäfts kein öffentliches Pflichtangebot gem § 22 ff ÜbG legen.**

## **G. UNVERBINDLICHKEIT DER STELLUNGNAHME**

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

Wien, am 21. Jänner 2020

Univ.-Prof. Dr. Josef Aicher  
(Stellvertretender Vorsitzender des 1. Senats)