

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	9
Abkürzungsverzeichnis	21
Einleitung	27
A. Problemaufriss	27
B. Anlass der Untersuchung	29
C. Gegenstand der Untersuchung	31
D. Gang der Untersuchung	32
E. Ziel der Untersuchung	33
Erster Teil: Vorfragen	35
§ 1: Rechtliche Entwicklung	35
A. Die finanzielle Stellungnahme vor dem WpÜG	36
I. Aktien-/Gesellschaftsrechtliche Pflicht	36
II. Art. 18 Übernahmekodex	38
B. Die finanzielle Stellungnahme im WpÜG	40
I. Regelungsziele und zentrale Informationsinstrumente	40
II. Entstehungsgeschichte der finanziellen Stellungnahme	42
C. Fazit	43
§ 2: Finanzielle Stellungnahme und EU-Übernahmerichtlinie	44
A. Entstehungsgeschichte der EU-Übernahmerichtlinie und der Stellungnahme	44
B. Regelungsziele und Grundsätze der EU-Übernahmerichtlinie	48
C. Deutsche vs. europäische Stellungnahme der Zielgesellschaft	49
D. Fazit	50
§ 3: Übererfüllung der EU-Übernahmerichtlinie	51
A. Übererfüllung von Art. 9 Abs. 5 EU-Übernahmerichtlinie	52
B. Zulässigkeit der Übererfüllung	53
I. Harmonisierungsgrad der EU-Übernahmerichtlinie	54

II. Harmonisierungsgrad des Art. 9 Abs. 5 EU- Übernehmerichtlinie	55
III. Grundsatzkonformität der inhaltlichen Übererfüllung	56
C. Auslegung der Übererfüllung	58
D. Vorlagefähigkeit der Übererfüllung	60
I. Ansicht des EuGH zur „überschießenden Umsetzung“	60
II. Übertragung der Rechtsprechung auf „inhaltliche Übererfüllungen“	61
III. Einschränkung des möglichen Vorlagegegenstands	63
E. Fazit	64
§ 4: Rechtsgrundlage der finanziellen Stellungnahme	65
A. Rechtsnatur der finanziellen Stellungnahme	65
I. Reines Kapitalmarktrecht	66
II. Differenzierung nach Inhalten	67
III. Doppelnatur	67
IV. Bewertung	68
1. WpÜG als Teil des Kapitalmarktrechts	69
2. Zweigliedrigkeit der Pflichtenquelle	71
a) Abgrenzung zu rein kapitalmarktrechtlichen Pflichten	72
b) Bedeutung allgemeiner gesellschaftsrechtlicher Maßstäbe	73
c) Rechtliche Entwicklung und legislatorischer Wille	74
V. Zwischenergebnis	75
B. Pflichtenmaßstäbe der finanziellen Stellungnahme	76
I. Kapitalmarktrechtliche Grundsätze	76
1. Funktionsschutz	77
2. Anlegerschutz	79
3. Grundsätze des WpÜG	80
a) Grundsätze vs. Einzelnormen	81
b) Bedeutung für die Auslegung	83
aa) Meinungsstand	83
bb) Bewertung	84
cc) Regelungskompetenz des Gesetzgebers	85
c) Relevante Grundsätze	88
aa) Genügend Zeit und ausreichende Informationen (§ 3 Abs. 2 WpÜG)	88
bb) Interesse der Zielgesellschaft (§ 3 Abs. 3 WpÜG)	90
cc) Beschleunigungsgrundsatz (§ 3 Abs. 4 WpÜG)	90

4. Grundlagen des § 27 WpÜG	92
a) Wortlaut	92
b) Systematik	94
c) Teleologie	95
II. Gesellschaftsrechtliche Grundsätze	97
§ 5: Zeitlicher Rahmen	99
A. Kollision und Wechselwirkung allgemeiner Grundsätze	99
B. Vorstand	100
C. Aufsichtsrat	102
D. Fazit	104
 Zweiter Teil: Rechte und Pflichten des Vorstands	 107
§ 1: Die Stellungnahme zur Art der angebotenen Gegenleistung	108
A. Bei Übernahme- oder Pflichtangeboten	109
I. Barangebote	111
1. Kein genereller Verzicht auf Angaben	112
2. Bieterwahl, Wiedergabe und Zulässigkeit	113
3. Keine Ausführung allgemeiner Vor- und Nachteile	114
4. Keine Stellungnahme zur Attraktivität der Wahl	117
5. Finanzierung des Barangebots als eigener Teil der Stellungnahme	119
6. Zusammenfassung	121
II. Tauschangebote	122
1. Bieterwahl, Wiedergabe und Zulässigkeit	122
2. Prüfung der ergänzenden Angaben nach § 2 Nr. 2 WpÜGAngebV	125
3. Keine Ausführung allgemeiner Vor- und Nachteile	127
4. Attraktivität im Einzelfall	128
5. Liquidität der Tauschaktie	129
a) Meinungsstand	130
aa) Liquidität durch Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt	130
bb) Umkehrschluss zu § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV	131
cc) Art. 22 Abs. 1 MiFID-Durchführungsverordnung	133
dd) Zukunftsbezogene Einzelfallbetrachtung	135
b) Überprüfung durch den Vorstand	137
aa) Tauschaktien aus Kapitalerhöhung	137
bb) Prognosecharakter	138

6. Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt	139
7. Stimmrecht	140
8. Zusammenfassung	141
III. Kombination von Bar- und Tauschangebot/Mix and Match-Option	142
B. Bei einfachen Erwerbsangeboten und Alternativgegenleistung	143
§ 2: Die Stellungnahme zur Höhe der angebotenen Gegenleistung	145
A. Bei Übernahme- oder Pflichtangeboten	146
I. Barangebot	147
1. Wiedergabe der Geldleistung in Euro	147
2. Keine bloße Bezeichnung als „angemessen“ oder „unangemessen“	147
3. Gesetzlicher Mindestpreis	148
a) Bildung des gesetzlichen Mindestpreises	148
b) Mindestpreis und Angemessenheit	150
aa) Mindestpreis = Angemessenheit im Sinne des § 31 WpÜG	150
bb) Mindestpreis $\neq$ Angemessenheit im Sinne des § 27 WpÜG	152
c) Überprüfung durch den Vorstand	155
4. Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung	156
a) Angebotspreis und Wert	157
b) Normwert des § 27 WpÜG als Anordnungsnorm	158
c) Bewertungsanlass	160
aa) Strukturmaßnahmen als „dominierte Bewertungsanlässe“	161
bb) (§ 27) WpÜG als „nicht-dominierter Bewertungsanlass“	162
d) Ergebnis	166
5. Finanzielle Stellungnahme und Börsenkurs	167
a) Börsenkursrechtsprechung und WpÜG	167
b) Relevanz für den Normwert	170
aa) Strenge ECMH	172
bb) Halbstrenge ECMH	173
cc) Fazit	175
c) Anforderungen an den Börsenkurs im konkreten Fall	176
6. Keine analoge Anwendung der Bietermethoden	178

7. Keine Unternehmensbewertung nach IDW S 1	180
a) Erläuterung des IDW S 1	181
b) Finanzielle Stellungnahme und IDW S 1	182
aa) WpÜG und IDW S 1	182
bb) Zeitrahmen und IDW S 1	184
(1) Kapitalmarktrechtlicher Zeitrahmen	184
(2) Tatsächlicher Zeitrahmen	185
(3) Gesellschaftsrechtlicher Zeitrahmen	185
c) Fazit	188
8. Unternehmensbewertung "im Schnelldurchgang"	189
a) Keine Vorgaben bestimmter Bewertungsmethoden/Ermessen	190
b) Methodenpluralität/-vielfalt	191
c) Wertbandbreite als Normwert	193
9. Taugliche und anerkannte Bewertungsmethoden	195
a) Discounted-Cash-Flow-Verfahren	195
b) Multiplikatorverfahren	197
c) Börsenkursanalyse	200
d) Rückgriff auf Vorerwerbspreise/Irrevocable Undertakings	200
e) Analystenmeinungen	202
f) Historische Kontroll-/Übernahmeprämien	203
g) Fairness Opinions	205
10. Stand-alone vs. Synergieeffekte	205
a) Stand alone-Bewertung	205
b) Synergieeffekte	206
aa) Unechte Synergieeffekte	206
bb) Echte Synergieeffekte	207
11. Begründung der finanziellen Stellungnahme	209
12. Keine Wertindikation	210
a) Meinungsstand	211
b) § 27 WpÜG und Wertindikation	212
aa) Wortlaut und Teleologie	212
bb) Vergleich mit Berichtspflicht (etwa § 293a AktG)	212
cc) Angemessenheit vs. Unangemessenheit der Gegenleistung	213
dd) Praktische Bedenken	214
13. Zusammenfassung	215

II. Tauschangebot	216
1. Wiedergabe des Umtauschverhältnisses	217
2. Gesetzlicher Mindestpreis	217
3. Angemessenheit des Umtauschverhältnisses	219
a) Keine Unternehmensbewertung nach IDW S 1	219
b) Grundsatz der Methodengleichheit	220
aa) Dogmatische Herleitung	221
bb) Finanzielle Stellungnahme und Methodengleichheit	221
c) Bandbreite an Umtauschverhältnissen	222
4. Zukünftige Entwicklung des Unternehmens	222
5. Zusammenfassung	224
III. Kombination von Bar- und Tauschangebot	224
B. Bei einfachen Erwerbsangeboten/Alternativgegenleistungen	224
C. Defizite	226
§ 3: Finanzielle Stellungnahme und Handlungsempfehlung	227
A. Berücksichtigungspflichtige Interessen	228
B. Die finanzielle Stellungnahme in der Handlungsempfehlung	229
C. Berücksichtigung der Angemessenheit im Sinne des § 27 WpÜG	231
D. Gegenleistung und neutrale Stellungnahmen	233
I. Unzulässiges Praxisbeispiel 1	234
II. Unzulässiges Praxisbeispiel 2	235
III. Unzulässiges Praxisbeispiel 3	236
IV. Zulässige Praxisbeispiele	236
E. Differenzierende Stellungnahme	237
Dritter Teil: Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats	239
§ 1: Die Stellungnahme des Aufsichtsrats	240
§ 2: Finanzielle Stellungnahme und Aufsichtsrat	243
Vierter Teil: Rand- und Folgefragen	245
§ 1: Verschwiegenheitspflicht	245
A. Keine unbeschränkte Publizität	245
B. Keine Analogie zu § 293a Abs. 2 AktG	246
I. Keine planwidrige Regelungslücke	247
II. Keine Vergleichbarkeit mit § 293a AktG	247
C. Anwendbarkeit des § 93 Abs. 1 Satz 3 AktG	248

§ 2: Einbeziehung externer Berater	249
A. Keine generelle Pflicht zur Einbeziehung	250
B. Ermessensreduzierung im Einzelfall	251
C. Pflichten der Organe	253
§ 3: Fairness Opinion	254
A. Begriff und Inhalt	255
B. Funktionen	257
C. Grundsätze zur Erstellung von Fairness Opinions	259
I. DVFA-Grundsätze	259
1. Allgemeines	260
2. Grundsatz der Methodenvielfalt	260
II. IDW S 8	262
1. Rechtsnatur	262
2. Angemessenheit und Bewertungsmethodik	263
3. Grundsatz der Methodenvielfalt/-gleichheit	264
III. Fazit	264
D. Abgrenzung zur Unternehmensbewertung	266
I. Ziel und Bewertungsmethodik	266
II. Bewertungsgrundsätze und Wertbestimmung	267
III. Fazit	268
E. Haftung	269
F. Fairness Opinion vs. Finanzielle Stellungnahme	271
I. Gemeinsamkeiten	271
II. Unterschiede	272
III. Fazit	273
G. Umgang der Organe mit Fairness Opinions	273
H. Inadequacy Opinion	275
§ 4: Sanktionierung fehlerhafter Stellungnahmen	277
A. Sanktionen de lege lata	277
I. Öffentlich-rechtliche Sanktion	278
1. Bußgeldrahmen nach § 60 Abs. 3 WpÜG	279
2. Bußgeldrahmen nach § 60 Abs. 4 und 5 WpÜG	279
II. Privatrechtliche Sanktion (Haftung)	280
1. Tatbestand der fehlerhaften Stellungnahme	281
2. Anspruchsgrundlagen	282
a) Keine Analogie zu § 12 WpÜG	283
b) Keine vertraglichen Ansprüche	283
c) Keine Prospekthaftung	284
d) Keine Haftung aus § 311 Abs. 3 Satz 2 BGB	286

e) Keine Haftung aus § 823 Abs. 1 bzw. Abs. 2 BGB	286
f) Mögliche Haftung aus § 826 BGB	288
g) Mögliche Haftung aus § 117 Abs. 1 Satz 1 AktG	289
3. Zusammenfassung	290
III. Fazit	290
B. Europarechtskonformität der Sanktionierung	291
I. Grundsatz der Effektivität	291
1. Wirksamkeit	293
a) Information und Transparenz	294
aa) Prüfung der Angebotsunterlage	295
bb) Prüfung der Stellungnahme	296
cc) Keine „wirksame“ Kompensation durch Privatrecht	298
b) Schadensausgleich	299
c) Zwischenergebnis	301
2. Verhältnismäßigkeit	301
3. Abschreckung	303
a) Definition	303
b) § 60 WpÜG und Abschreckung	305
aa) Erhöhung des Höchstbetrags und umsatzbezogene Geldbuße	306
bb) Mehrerlösbezogene Geldbuße	307
4. Ergebnis	309
II. Grundsatz der Äquivalenz	310
1. Sanktionierung fehlerhafter Angebotsunterlagen	311
2. Vergleich mit Sanktionen bei fehlerhaften Stellungnahmen	312
a) Öffentlich-rechtlicher Sanktionsunterschied	312
b) Privatrechtlicher Sanktionsunterschied	314
3. Zwischenergebnis	314
III. Fazit	314
C. Normdurchsetzung durch Privatrecht („Private Enforcement“)	315
I. Grundüberlegungen	316
II. Defizite des „Public Enforcement“ von § 27 WpÜG	318
III. Ergänzendes „Private Enforcement“ des § 27 WpÜG	319
IV. Eingliederung in kapitalmarktrechtlichen Ordnungszusammenhang	321

D. Sanktionen de lege ferenda	323
I. Öffentlich-rechtliche Sanktion	323
II. Privatrechtliche Sanktion	324
 Fünfter Teil: Ergebnisse und Ausblick	 327
§ 1: Zusammenfassung der Ergebnisse	327
§ 2: Ausblick und Empfehlungen	331
 Literaturverzeichnis	 335