

# Inhaltsverzeichnis

<b>Einleitung</b> .....	17
-------------------------	----

## *1. Teil*

<b>Die Entwicklungsgeschichte der Pflicht zur Stellungnahme und ihre Stellung im Regelungssystem des WpÜG</b>	21
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

## **1. Kapitel**

<b>Die Entwicklungsgeschichte der Pflicht zur Stellungnahme</b>	21
-----------------------------------------------------------------	----

<b>I. Europäische Regulierungsansätze</b> .....	21
1. Der Pennington-Entwurf .....	21
2. Der erste Kommissionsentwurf .....	22
3. Der zweite Kommissionsentwurf .....	24
4. Die europäische Übernahmerichtlinie .....	26
<b>II. Deutsche Regulierungsansätze</b> .....	27
1. Die Leitsätze der Börsensachverständigenkommission .....	28
2. Der Übernahmekodex .....	28
3. Der Entstehungsprozess des WpÜG .....	29
a) Der Diskussionsentwurf .....	30
b) Der Referentenentwurf .....	31
c) Der Regierungsentwurf .....	31
d. Die Endfassung des WpÜG .....	32
<b>III. Ergebnis</b> .....	33

## 2. Kapitel

<b>Die Pflicht zur Stellungnahme im Regelungssystem des WpÜG</b>	33
I. Die Regelungsziele der einzelnen Angebotsformen .....	35
1. Übernahmeangebote .....	35
2. Pflichtangebote .....	36
3. Einfache Erwerbsangebote .....	39
II. Die Verbindungslinien zwischen den Regelungszielen der einzelnen Angebotsformen .....	40
1. Die Verbindungslinien zwischen den Zielen der Übernahme- und Pflichtangebotsregeln .....	41
2. Die Verbindungslinien zwischen den Zielen der einfachen Erwerbs- und Pflichtangebotsregeln .....	42
III. Ergebnis .....	44

## 2. Teil

<b>Die Pflicht zur Stellungnahme im Spannungsfeld unterschiedlicher Interessen</b>	45
------------------------------------------------------------------------------------	----

## 1. Kapitel

<b>Die Auswirkungen der einzelnen Angebotsarten auf die Interessengruppen der Zielgesellschaft</b>	45
I. Übernahmeangebote .....	45
1. Die Auswirkungen auf die Interessen des Vorstands .....	46
2. Die Auswirkungen auf die Interessen des Aufsichtsrats .....	48
a) Anteilseignervertreter .....	48
b) Arbeitnehmervertreter .....	49
3. Die Auswirkungen auf die Interessen der Aktionäre .....	50
a) Die Interessen der Aktionäre in Übernahmeverfahren .....	50
(1) Institutionelle Anleger .....	50
(2) Privatanleger .....	52
(3) Inhaber von Mitarbeiteraktien .....	52
b) Die Situation der Aktionäre als Adressaten des Angebots .....	53
4. Die Auswirkungen auf die Interessen der Arbeitnehmer .....	57

II. Pflichtangebote .....	58
1. Die Auswirkungen auf die Interessen des Vorstands .....	58
2. Die Auswirkungen auf die Interessen des Aufsichtsrats .....	60
3. Die Auswirkungen auf die Interessen der Aktionäre .....	61
4. Die Auswirkungen auf die Interessen der Arbeitnehmer .....	64
III. Einfache Erwerbsangebote .....	64
1. Die Auswirkungen von Aufstockungsangeboten .....	64
2. Die Auswirkungen von Einstiegsangeboten .....	65
IV. Ergebnis .....	66

2. Kapitel

**Die Folgen der Auswirkungen öffentlicher Angebote  
für die Erfüllung der Pflicht zur Stellungnahme** 66

I. Übernahmeangebote .....	66
1. Die Möglichkeiten zur Beeinflussung des Inhalts der Stellungnahme .....	67
2. Die Folgen einer Beeinflussung des Inhalts der Stellungnahme .....	69
a) Die Folgen für die Interessen der Aktionäre .....	69
b) Die Folgen für die Interessen der Arbeitnehmer .....	70
II. Pflichtangebote .....	71
III. Einfache Erwerbsangebote .....	72
IV. Ergebnis .....	73

3. Teil

**Die Rechtsnatur des § 27 WpÜG** 74

1. Kapitel

**Struktur und Funktionsanalyse der Informationspflichten  
börsennotierter Aktiengesellschaften** 74

I. Struktur und Funktion verbandsrechtlicher Informationspflichten .....	75
1. Strukturanalyse .....	75
a) Individuelle Informationsrechte .....	75
b) Kollektive Informationsrechte .....	77

2. Funktionsanalyse .....	79
II. Struktur und Funktion kapitalmarktrechtlicher Informationspflichten .....	87
1. Strukturanalyse .....	88
2. Funktionsanalyse .....	89
a) Gewährleistung effizienter Kapitalmärkte .....	89
b) Schutz individueller Kapitalanleger .....	92
III. Ergebnis .....	93

## 2. Kapitel

### **Struktur und Funktion des § 27 WpÜG** 93

I. Strukturanalyse .....	93
1. Der Informationsadressat .....	94
2. Der Informationspflichtige des § 27 WpÜG .....	97
II. Funktionsanalyse .....	99
1. Die Information der Arbeitnehmer .....	100
2. Die Information der Aktionäre .....	102
III. Ergebnis .....	104

## 3. Kapitel

### **Der Struktur- und Funktionsvergleich zwischen § 27 WpÜG und den Informationspflichten börsennotierter Aktiengesellschaften** 104

I. Gemeinsamkeiten mit verbandsrechtlichen Informationspflichten .....	105
II. Gemeinsamkeiten mit kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten .....	106
III. Ergebnis .....	106

## 4. Teil

**Der Inhalt der Stellungnahme** 108

## 1. Kapitel

**Allgemeine Anforderungen an den Inhalt der Stellungnahme** 108

I. Die Erörterung unterschiedlicher Inhaltsmaßstäbe .....	108
1. Eigenständige Stellungnahmen des Aufsichtsrats .....	109
2. Stellungnahmen zu einfachen Erwerbsangeboten .....	111
3. Stellungnahmen zu freundlichen Übernahmeangeboten .....	113
II. Die inhaltlichen Vorgaben aus der Funktion des § 27 WpÜG .....	115
1. Der inhaltliche Bezugspunkt der Stellungnahme .....	115
2. Die Anforderungen an die Präsentation der Informationen .....	117
a) Der Verständlichkeitsmaßstab der Stellungnahme .....	117
b) Die Zulässigkeit werbender Elemente .....	120
III. Die Pflicht zur Prüfung der Angebotsunterlage .....	123

## 2. Kapitel

**Die einzelnen Bestandteile der Stellungnahme** 127

I. Der Standpunkt von Vorstand und Aufsichtsrat .....	127
1. Angaben zu den persönlichen Interessen der Organmitglieder .....	128
a) Angaben zu seitens des Bieters gewährten Vorteilen .....	129
b) Angaben zu Change of Control-Klauseln .....	131
c) Angaben gemäß § 27 Abs. 1 S. 2 Nr. 4 WpÜG .....	131
2. Angaben zu den Konsequenzen des Standpunkts von Vorstand und Aufsichtsrat .....	133
II. Angaben zur Person des Bieters .....	134
1. Barangebote .....	135
2. Tauschangebote .....	135
III. Angaben zur Gegenleistung .....	137
1. Barangebote .....	138
a) Angaben zum gegenwärtigen Wert der Zielgesellschaft .....	138
b) Angaben zur Wertentwicklung der Zielgesellschaft .....	142
c) Geheimhaltungspflicht von Vorstand und Aufsichtsrat .....	144

2. Tauschangebote .....	148
a) Angaben zur Art der Gegenleistung .....	148
b) Angaben zur Höhe der Gegenleistung .....	149
(1) Die auf den Angebotszeitpunkt bezogene Bewertung des Umtauschverhältnisses .....	150
(2) Die Bewertung des Umtauschverhältnisses unter Berücksichtigung der weiteren Entwicklung .....	151
IV. Angaben zu den Auswirkungen des Angebots auf Zielgesellschaft und Bieter .....	152
1. Die Auswirkungen auf die Zielgesellschaft .....	153
2. Die Auswirkungen auf den Bieter .....	154
V. Die abschließende Handlungsempfehlung .....	155
1. Die zu berücksichtigenden Interessen .....	156
2. Veröffentlichung abweichender Empfehlungen .....	159
VI. Ergebnis .....	160

### *5. Teil*

## **Rechtsschutz gegenüber fehlerhaften Stellungnahmen** 161

### 1. Kapitel

## **Schadensersatzansprüche bei fehlerhaften Stellungnahmen** 162

I. Ansprüche gegen die Gesellschaft .....	162
1. Deliktische Ansprüche .....	162
a) Tatbestand deliktischer Anspruchsgrundlagen .....	163
(1) § 823 Abs. 1 BGB .....	163
(2) § 823 Abs. 2 BGB .....	164
(a) § 27 WpÜG .....	165
(b) § 400 Abs. 1 Nr. 1 AktG .....	169
(c) § 266 Abs. 1 StGB .....	171
(3) § 826 BGB .....	171
b) Haftungsbegründende Kausalität .....	173
c) Schaden .....	174
(1) Ablehnung des Angebots .....	175
(a) Kapitalmarktrechtliche Naturalrestitution .....	175
(b) Differenzschaden .....	176

(2) Annahme des Angebots .....	177
(a) Kapitalmarktrechtliche Naturalrestitution .....	177
(b) Differenzschaden .....	178
d) Verschulden .....	178
2. Aktienrechtliche Ansprüche .....	180
3. Kapitalmarktrechtliche Ansprüche .....	180
a) Analogie zu § 12 WpÜG .....	180
b) Gesamtanalogie zu den Tatbeständen der spezialgesetzlichen Prospekthaf- tung .....	181
c) Allgemein-zivilrechtliche Prospekthaftung .....	182
4. Der Grundsatz der Kapitalerhaltung .....	187
5. Zusammenfassung .....	191
II. Ansprüche gegen Vorstand und Aufsichtsrat .....	192
1. Unterschiedliche Haftungsmaßstäbe für Vorstand und Aufsichtsrat .....	192
2. Das Problem des Doppelschadens .....	193
3. Die einzelnen Anspruchsgrundlagen .....	195
a) § 823 Abs. 1 BGB .....	195
b) § 117 AktG .....	196
c) Verletzung der verbandsrechtlichen Treuepflicht .....	198
d) Allgemein-zivilrechtliche Prospekthaftung .....	198
4. Zusammenfassung .....	199
III. Ergebnis .....	199

## 2. Kapitel

### **Primärrechtliche Rechtsbehelfe gegenüber fehlerhaften Stellungnahmen**

	200
I. Ansprüche gegen die Zielgesellschaft .....	200
1. Aktienrechtliche Ansprüche .....	200
2. Deliktische Ansprüche .....	202
a) § 823 Abs. 1 BGB .....	202
b) § 823 Abs. 2 BGB .....	203

II. Ansprüche gegen Vorstand und Aufsichtsrat .....	204
III. Ergebnis .....	205
<b>Anhang</b> .....	206
<b>Rechtsprechungsverzeichnis</b> .....	234
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	238
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	264