

Inhaltsverzeichnis	13
Vorwort	9
1. Teil: Grundlegung	23
A. Einleitung	23
I. Themeneinführung	23
II. Gang der Darstellung	28
B. Grundlagen zum Insiderhandelsverbot	29
I. Systematik und Entstehung	29
II. Das ökonomische Argument für ein Insiderhandelsverbot	37
III. Sinn und Zweck des Insiderhandelsverbots	42
IV. Ausgewählte Rechtsprechung zum Insiderhandelsverbot	64
V. Zusammenfassung	70
2. Teil: Insiderhandelsverbote in den Varianten der Kapitalerhöhung	73
C. Insiderhandelsverbote bei der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	73
I. Aktienrechtliche Grundlagen der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	74
II. Insiderrechtliche Beurteilung	84
III. Bedeutung von Insiderhandelsverboten in der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	211
D. Ordentliche Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts	212
I. Aktienrechtliche Grundlagen der ordentlichen Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts	212
II. Insiderrechtliche Beurteilung	214
III. Bedeutung des Insiderhandelsverbots in der ordentlichen bezugsrechtsfreien Kapitalerhöhung	225
E. Insiderhandelsverbote bei der bedingten Kapitalerhöhung	225
I. Aktienrechtliche Grundlagen	225

II. Insiderrechtliche Beurteilung	227
III. Bedeutung von Insiderhandelsverboten bei der bedingten Kapitalerhöhung	231
F. Insiderhandelsverbote bei der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	231
I. Aktienrechtliche Grundlagen und Verfahren der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	232
II. Insiderrechtliche Einordnung	233
III. Bedeutung von Insiderhandelsverboten bei der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	236
3. Teil: Konsequenzen des Insiderhandelsverbots in der Kapitalerhöhung in dem Mitgliedschaftsverhältnis	237
G. Handlungsmöglichkeiten des Aktionärs bei der bezugsrechtswährenden Kapitalerhöhung	237
I. Keine Möglichkeit des Aktionärs, an der Kapitalerhöhung teilzunehmen	237
II. Eigenmächtige Veröffentlichung der Insiderinformation durch den Aktionär	241
III. Auswirkung der korporativen Treuepflicht auf den Vorstand	257
H. Handlungsmöglichkeiten der Emittentin	277
I. Gestaltungsansätze	279
I. Probleme de lege lata	279
II. Regelungsbedürfnis de lege ferenda	280
III. Ausblick auf den EU Listing Act	289
IV. Ergebnis	292
J. Zusammenfassung in Thesen	293
Literaturverzeichnis	299

Vorwort	9
1. Teil: Grundlegung	23
A. Einleitung	23
I. Themeneinführung	23
II. Gang der Darstellung	28
B. Grundlagen zum Insiderhandelsverbot	29
I. Systematik und Entstehung	29
1. Systematik des europäischen Insiderhandelsverbots	29
2. Genese des Insiderhandelsverbots	31
a) Entwicklung in Deutschland	31
b) Entwicklung in den USA	33
c) Entwicklung in Europa	34
II. Das ökonomische Argument für ein Insiderhandelsverbot	37
III. Sinn und Zweck des Insiderhandelsverbots	42
1. Verschiedene Begründungsansätze	42
a) Fairness und Anlegerschutz	43
b) Emittentenschutz	46
2. Marktschutz	47
a) Anlegervertrauen	47
b) Informationelle Chancengleichheit	52
c) Kompetitiver Markt für Informationshändler	54
aa) Marktmodell	55
bb) Keine Beeinträchtigung der Tätigkeit von Market-Makern, Utilitätshändler und noise tradern durch Insiderhandel	57
(1) Market-Maker	57
(2) Utilitätshändler	58
(3) Noise trader	59
cc) Beeinträchtigung der Tätigkeit von Informationshändlern durch Insiderhandel	60

dd) Informationseffizienz durch den Schutz von Informationshändlern	62
ee) Einfügung des Schutzzwecks in die gestaffelten Schutzzwecke des Insiderhandelsverbots	63
3. Ergebnis	64
IV. Ausgewählte Rechtsprechung zum Insiderhandelsverbot	64
1. Grøngaard und Bang (2005)	65
a) Sachverhalt	65
b) Die Entscheidung des EuGH	66
2. Georgakis (2007)	66
a) Sachverhalt	66
b) Die Entscheidung des EuGH	67
3. Spector Photo Group NV (2009)	67
a) Sachverhalt	67
b) Die Entscheidung des EuGH	68
4. Weitere nennenswerte Entscheidungen des EuGH auf dem Gebiet des Insiderrechts	68
5. Gesamtschau der Rechtsprechung des EuGH im Hinblick auf den Sinn und Zweck des Insiderhandelsverbots	69
V. Zusammenfassung	70
 2. Teil: Insiderhandelsverbote in den Varianten der Kapitalerhöhung	73
C. Insiderhandelsverbote bei der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	73
I. Aktienrechtliche Grundlagen der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	74
1. Verfahren der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	75
2. Selbst- und Fremdemission als mögliche Gestaltungsvarianten	76
a) Die Selbtemission	76
b) Die Fremdemission	77
3. Das Bezugsrecht der Aktionäre	80
4. Die Beteiligung eines Investors an der Bezugsrechtsemission	83

II. Insiderrechtliche Beurteilung	84
1. Sachlicher Anwendungsbereich des Insiderhandelsverbots	85
a) Ausschluss des Anwendungsbereichs der MAR wegen einer Kollision mit dem Bezugsrecht der Aktionäre	85
aa) Folgen eines vorrangigen Bezugsrechts	86
bb) Kein Vorrangverhältnis des Bezugsrechts gegenüber dem Insiderhandelsverbot	87
(1) Bezugsrechtsausschluss durch das Insiderhandelsverbot?	87
(2) Reichweite des Bezugsrechts	89
(3) Spezialität des Insiderhandelsverbots gegenüber dem Bezugsrecht	90
cc) Ergebnis	93
b) Vorliegen eines Finanzinstruments im Sinne von Art. 2 Abs. 1 MAR	93
aa) Junge Aktien	94
(1) Wertpapiereigenschaft	94
(2) Marktbezug	95
(a) Marktbezug wegen bereits vorliegender Börsennotierung	95
(b) Marktbezug nach Art. 2 Abs. 1 lit. a) MAR	96
(c) Marktbezug nach Art. 2 Abs. 1 lit. d) MAR	97
(3) Junge Aktien als Wertpapiere mit hinreichendem Marktbezug	103
bb) Bezugsrecht in der Selbstemission	104
(1) Eigenschaft als Finanzinstrument	104
(2) Marktbezug	105
(3) Bezugsrechte als eigenständig erfasste Finanzinstrumente	106
cc) Mittelbares Bezugsrecht in der Fremdemission	107
dd) Vertragliches Bezugsrecht	108
c) Zwischenergebnis	110

2. Erwerbs-/ Veräußerungsgeschäfte bei der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	110
a) Geschäft im Sinne der MAR	110
aa) Erwerbstatbestand	110
(1) Beruhen auf einem Entschluss des Insiders	111
(2) Entgeltlichkeit	115
(a) Erforderlichkeit der Entgeltlichkeit	115
(b) Begriff der Entgeltlichkeit	119
(3) Erlangung der Inhaberschaft oder eines gesicherten Anspruchs hierauf	122
(4) Zusammenfassung	123
bb) Veräußerungstatbestand	123
b) Grundfall: Die ordentliche Selbstemission	123
aa) Erwerb durch den Aktionär	124
(1) Erwerb des Bezugsrechts	124
(a) Beruhen des Erwerbs auf dem Willen des Aktionärs	124
(b) Entgeltlichkeit des Erwerbs	129
(c) Ergebnis	133
(2) Zeichnung junger Aktien	133
(3) Erwerb junger Aktien	134
(4) Zusammenfassung	135
bb) Veräußerung durch die Emittentin	135
cc) Veräußerung der dem Kapitalerhöhungsbeschluss zustimmenden Aktionäre?	138
dd) Zusammenfassung	138
c) Unterschiede bei der ordentlichen Fremdemission	139
aa) Beurteilung hinsichtlich des Aktionärs	139
(1) Bezugsrecht	140
(2) Übernahmevertrag	140
(3) Erwerb der jungen Aktien	142
(4) Zusammenfassung	142
bb) Beurteilung hinsichtlich der Gesellschaft	143
(1) Hinreichend gesicherter Erwerb der jungen Aktien	143
(2) Veräußerung beruhend auf dem Willen der Emittentin	144

(3) Ergebnis: Vergleich zur ordentlichen Selbstemission	146
cc) Beurteilung hinsichtlich der Emissionsbank	146
(1) Erwerb eines Bezugsrechts	146
(2) Erwerb der jungen Aktien	147
(3) Die Veräußerung der jungen Aktien	148
(4) Zusammenfassung	148
d) Der an einer ordentlichen Kapitalerhöhung beteiligte Investor	149
aa) Junge Aktien	149
bb) Schuldrechtliche Bezugsrechte	150
cc) Zusammenfassung	151
e) Ergebnis	151
3. Verfügen über Insiderinformationen	153
4. Nutzung von Insiderinformationen	154
a) Weiterer Untersuchungsgegenstand	156
b) Legitime Handlung nach Art. 9 MAR	157
aa) Bedeutung der Norm	157
bb) Legitime Handlung in der Kapitalerhöhung	157
(1) Compliance Maßnahmen nach Art. 9 Abs. 1 MAR	158
(2) Erfüllung von Verbindlichkeiten, Art. 9 Abs. 3 MAR	160
(a) Der Aktionär	161
(aa) Erwerb der jungen Aktien	161
(bb) Relevanz für den Aktionär	164
(b) Die Emissionsbank	164
(aa) Zuteilung der Aktien an die Emissionsbank	165
(bb) Veräußerung der jungen Aktien an die Aktionäre	166
(c) Der Investor	167
(d) Zusammenfassung	168
cc) Ergebnis	168
c) Ungeregelte Ausnahme von der Nutzungsvermutung; Spector-Ausnahme	169
aa) Masterplan-Ausnahme	169
(1) Inhalt der Masterplan-Ausnahme	169

(2) Bedeutung in der Kapitalerhöhung	171
bb) Face-to-Face Ausnahme	172
(1) Inhalt der Ausnahme	173
(2) Begründungsansätze für eine Face-to-Face Ausnahme	173
(a) Ursprung der Ausnahme in der Insider- RL	174
(b) Handhabung der Konstellation im amerikanischen Recht	175
(c) Keine Änderung der Begründung nach Einführung der Marktmissbrauchs-RL	177
(3) Kritische Stellungnahme zur Face-to-Face Ausnahme	179
(a) Außerbörslicher Charakter	179
(b) Beiderseitige Kenntnis	184
(aa) Generelle Erwägungen	184
(bb) Der Einfluss der EuGH- Entscheidungen in den Sachen Georgakis und Spector Photo Group	191
(cc) Folgerung	195
(c) Weitergehende Aspekte	195
(d) Zusammenfassung	198
(4) Bedeutung in der Kapitalerhöhung	199
(a) Bezugsrechtswahrende Selbstemission	200
(b) Bezugsrechtswahrende Fremdemission	201
(aa) Verhältnis zwischen Emissionsbank und Emittentin	202
(bb) Verhältnis zwischen Aktionär und Emissionsbank	203
(c) Beteiligung eines Investors	203
(5) Ergebnis	205
cc) Handeln entgegen dem Inhalt der Insiderinformation	205
(1) Inhalt und Rechtfertigung	205
(2) Bedeutung in der Kapitalerhöhung	206
dd) Kapitalerhöhungen mit angemessenem Ausgabebetrag	207

ee) Ausnahme für die Emissionsbank als bloße Abwicklungsinstanz	210
d) Zusammenfassung zur Nutzung der Insiderinformation	211
III. Bedeutung von Insiderhandelsverbots in der ordentlichen bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	211
D. Ordentliche Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts	212
I. Aktienrechtliche Grundlagen der ordentlichen Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts	212
II. Insiderrechtliche Beurteilung	214
1. Sachlicher Anwendungsbereich	214
a) Die jungen Aktien	214
b) Bezugsrecht	215
c) Schuldrechtlich gewährte Bezugsrechte	215
d) Zusammenfassung	216
2. Geschäft im Sinne von Art. 8 Abs. 1 MAR	216
a) Möglicher Erwerb des Begünstigten	216
aa) Erwerb der jungen Aktien	217
bb) Erwerb eines schuldrechtlichen Bezugsrechts	217
b) Veräußerung durch die Emittentin	218
c) Veräußerung durch die Emissionsbank	219
3. Nutzung von Insiderinformationen	220
a) Legitime Handlung nach Art. 9 Abs. 3 MAR	220
aa) Die Emittentin	220
bb) Der Erwerber	221
(1) Erwerb des schuldrechtlichen Bezugsrechts	221
(2) Erwerb der jungen Aktien	221
b) Masterplan-Ausnahme	222
aa) Der Erwerber der Aktien	222
bb) Die Emittentin	222
c) Nutzung von Insiderinformationen bei Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen	223
d) Nachweis der Emittentin, dass sich die Insiderinformation nicht auf das Geschäft ausgewirkt hat	223
III. Bedeutung des Insiderhandelsverbots in der ordentlichen bezugsrechtsfreien Kapitalerhöhung	225

E. Insiderhandelsverbote bei der bedingten Kapitalerhöhung	225
I. Aktienrechtliche Grundlagen	225
II. Insiderrechtliche Beurteilung	227
1. Sachlicher Anwendungsbereich	227
2. Geschäft im Sinne von Art. 8 Abs. 1 MAR	227
a) Erwerb des Begünstigten	227
aa) Junge Aktien	227
bb) Schuldrechtliche Bezugsrechte	228
b) Veräußerung der Emittentin	228
c) Beteiligung einer Emissionsbank	229
3. Nutzung von Insiderinformationen	230
a) Die Emittentin	230
b) Der Erwerber und die Emissionsbank	230
III. Bedeutung von Insiderhandelsverboten bei der bedingten Kapitalerhöhung	231
F. Insiderhandelsverbote bei der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	231
I. Aktienrechtliche Grundlagen und Verfahren der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	232
II. Insiderrechtliche Einordnung	233
1. Bezugsrechtsemision	233
a) Anwendungsbereich	233
b) Geschäft im Sinne von Art. 8 Abs. 1 MAR	234
aa) Veräußerung des Bezugsrechts durch die Emittentin?	234
bb) Erwerb des Aktionärs	234
cc) Die Emissionsbank	235
c) Nutzung der Insiderinformation	235
d) Ergebnis zur Bezugsrechtsemision	235
2. Kapitalerhöhung unter Ausschluss des Bezugsrechts	235
III. Bedeutung von Insiderhandelsverboten bei der Kapitalerhöhung aus genehmigtem Kapital	236

3. Teil: Konsequenzen des Insiderhandelsverbots in der Kapitalerhöhung in dem Mitgliedschaftsverhältnis	237
G. Handlungsmöglichkeiten des Aktionärs bei der bezugsrechtswahrenden Kapitalerhöhung	237
I. Keine Möglichkeit des Aktionärs, an der Kapitalerhöhung teilzunehmen	237
1. Ursprung der Problemlage	237
2. Konkretisierung der weiteren Untersuchung	240
II. Eigenmächtige Veröffentlichung der Insiderinformation durch den Aktionär	241
1. Insiderrechtliche Zulässigkeit der Veröffentlichung	243
2. Einschränkung der Zulässigkeit der eigenmächtigen Veröffentlichung	245
a) Vertraulichkeitsvereinbarung	245
b) Mitgliedschaftliche Treuepflicht	247
aa) Herleitung der mitgliedschaftlichen Treuepflicht	248
bb) Verbot der Schädigung der Gesellschaft	251
cc) Bedeutung für die Veröffentlichung von Insiderinformationen	252
3. Fazit zur eigenmächtigen Offenlegung	255
III. Auswirkung der korporativen Treuepflicht auf den Vorstand	257
1. Wegfall der Legitimation eines Veröffentlichungsaufschubs hinsichtlich der Insiderinformation	258
a) Emittenteninteresse im Sinne von Art. 17 Abs. 4 lit. a MAR	258
b) Wegfall des Emittenteninteresses bei gegenläufigen Aktionärsinteressen	261
2. Pflicht des Vorstands zur Veröffentlichung der Insiderinformation aus der korporativen Treuepflicht	262
a) Die Treuepflicht der Emittentin im Verhältnis zum Aktionär	262

b) Übertragung dieser Grundsätze auf die Kapitalerhöhung bei gleichzeitig vorhandenem Aufschub nach Art. 17 Abs. 4 MAR	264
aa) Verdichtung der Treuepflicht zu einer Handlungspflicht	266
(1) Anerkannte Konstellationen	266
(2) Insbesondere: Zulassung einer Due-Diligence-Prüfung	267
(3) Handlungspflicht zur Ermöglichung der Beteiligung an der Kapitalerhöhung	268
bb) Auflösung des Konflikts zwischen Aktionärs- und Gesellschaftsinteresse	269
c) Zwischenergebnis	276
3. Zusammenfassung	277
H. Handlungsmöglichkeiten der Emittentin	277
I. Gestaltungsansätze	279
I. Probleme de lege lata	279
II. Regelungsbedürfnis de lege ferenda	280
1. Möglichkeit der Erweiterung des Safe Harbour Katalogs in Art. 5 MAR	281
2. Zweckmäßigkeit der Freistellung	283
a) Erwerb des Aktionärs	283
b) Veräußerung der Emittentin	286
3. Ergebnis	288
III. Ausblick auf den EU Listing Act	289
IV. Ergebnis	292
J. Zusammenfassung in Thesen	293
Literaturverzeichnis	299