

Inhaltsübersicht

Abkürzungsverzeichnis	XXV
Erstes Kapitel: Einführung	1
§ 1 <i>Problem und Relevanz</i>	1
§ 2 <i>Forschungsstand, Ziel und Gang der Untersuchung</i>	8
Zweites Kapitel: Grundlagen	19
§ 3 <i>Grundlagen des Insiderrechts</i>	19
§ 4 <i>Öffentliche Übernahmen</i>	35
Drittes Kapitel: Insiderinformationen bei öffentlichen Übernahmen	52
§ 5 <i>Die potenziell bevorstehende Übernahme als Gegenstand einer Insiderinformation</i>	53
§ 6 <i>Zwischenschritte im Rahmen einer öffentlichen Übernahme als Bezugspunkte von Insiderinformationen</i>	101
Viertes Kapitel: Vereinbarkeit typischer Handlungen des Bieters mit den Insiderverboten	115
§ 7 <i>Vereinbarkeit typischer Handlungen des Bieters mit dem Offenlegungsverbot</i>	115
§ 8 <i>Vereinbarkeit typischer Handlungen des Bieters mit dem Handelsverbot</i>	196
Fünftes Kapitel: Vereinbarkeit typischer Handlungen der Zielgesellschaft mit den Insiderverboten	286
§ 9 <i>Vereinbarkeit typischer Handlungen der Zielgesellschaft mit dem Offenlegungsverbot</i>	286
§ 10 <i>Vereinbarkeit typischer Handlungen der Zielgesellschaft mit dem Handelsverbot</i>	358
Sechstes Kapitel: Insiderverbote betreffend Dritte	376
§ 11 <i>Mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen und Erfüllungsgehilfen des Bieters</i>	376
§ 12 <i>Anteilseigner der Zielgesellschaft</i>	382

<i>§ 13 Konkurrierender Bieter</i>	397
<i>§ 14 Sonstige Dritte</i>	406
Siebtes Kapitel: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und	
Ausblick	409
<i>§ 15 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse</i>	409
<i>§ 16 Ausblick</i>	419
Literaturverzeichnis	435
Register	471

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	IX
Abkürzungsverzeichnis	XXV
Erstes Kapitel: Einführung	1
§ 1 <i>Problem und Relevanz</i>	1
I. Problem	1
II. Relevanz	5
§ 2 <i>Forschungsstand, Ziel und Gang der Untersuchung</i>	8
I. Forschungsstand und Ziel der Untersuchung	8
II. Gang der Untersuchung	17
Zweites Kapitel: Grundlagen	19
§ 3 <i>Grundlagen des Insiderrechts</i>	19
I. Ökonomische Grundlagen des Insiderrechts	19
II. Zielsetzung des Insiderrechts	21
1. Funktionsschutz	22
2. Anlegerschutz	26
3. Fazit	28
III. Entwicklung des Insiderrechts	28
1. Selbstregulierung des Insiderrechts in Deutschland	29
2. Regulierung des Insiderrechts auf Ebene der Europäischen Union	30
3. Fazit	33
IV. Überblick über das Insiderrechtsregime der MAR	33
§ 4 <i>Öffentliche Übernahmen</i>	35
I. Rechtlicher Rahmen	37
II. Die Beteiligten und ihre Interessen	39
III. Typischer Ablauf einer öffentlichen Übernahme nach dem WpÜG	41
1. Vorbereitungsphase	41
a) Beteiligungsauf- bzw. -ausbau	42
b) Due Diligence	43

2. Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots und Abgabe des öffentlichen Übernahmeangebots	48
IV. Insiderrechtlich relevantes Verhalten im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen	49
Drittes Kapitel: Insiderinformationen bei öffentlichen Übernahmen . . .	52
§ 5 Die potenziell bevorstehende Übernahme als Gegenstand einer Insiderinformation	53
I. Prospektive öffentliche Übernahme als Gegenstand einer Insiderinformation in Bezug auf von dem potenziellen Bieter emittierte Finanzinstrumente	53
1. Anwendbarkeit der Marktmissbrauchsverordnung auf von dem potenziellen Bieter emittierte Finanzinstrumente	53
2. Voraussetzungen des Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR	54
a) Anforderungen an die Präzision einer zukunftsbezogenen Information	55
aa) Wahrscheinlichkeitskonzept der Marktmissbrauchsverordnung	57
(1) Erforderlicher Wahrscheinlichkeitsgrad	57
(2) Ermittlung der Wahrscheinlichkeit	60
(3) Öffentliche Übernahme vernünftigerweise zu erwarten	61
bb) Auswirkungen der mangelnden Absehbarkeit der Richtung der Kursänderung	63
cc) Ergebnis	66
b) Kursrelevanz	67
aa) Kategorien kursrelevanter Informationen	67
bb) Anforderungen an die Kursrelevanz einer Information . . .	68
cc) Kursrelevanz der Information über eine potenziell bevorstehende Übernahme	71
c) Fehlende öffentliche Bekanntheit	76
aa) Das Öffentlichkeitskonzept des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG a. F.	77
bb) Das Öffentlichkeitskonzept der Marktmissbrauchsverordnung	78
(1) Grammatische und systematische Auslegung	78
(2) Historische Auslegung	80
(3) Teleologische Auslegung	81
(4) Ergebnis	81

cc) Anforderungen an die Herstellung der breiten Kapitalmarktöffentlichkeit	82
dd) Die öffentliche Bekanntheit der Information über eine potenziell bevorstehende öffentliche Übernahme	85
(1) Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bzw. des Erreichens der Kontrollschwelle	86
(2) Veröffentlichung der Angebotsunterlage	88
(3) Veröffentlichungspflichten des Bieters nach Abgabe des Angebots gemäß § 23 Abs. 1 WpÜG	89
(4) Missachtung der übernahmerechtlichen Veröffentlichungspflichten	89
(5) Öffentliche Bekanntheit der potenziell bevorstehenden Übernahme aufgrund der Ad-hoc-Veröffentlichung von Zwischenschritten	90
(a) Ad-hoc-Veröffentlichung der Bietergesellschaft	90
(b) Ad-hoc-Veröffentlichung der Zielgesellschaft	93
ee) Ergebnis	93
d) Emittenten- oder Finanzinstrumentbezug	94
e) Ergebnis	95
II. Potenziell bevorstehende Übernahme als Gegenstand einer Insiderinformation in Bezug auf die Aktien der Zielgesellschaft	95
1. Kursrelevanz aufgrund einer Veränderung des Fundamentalwerts der Aktien der Zielgesellschaft angesichts einer zu erwartenden Übernahmeprämie	96
2. Kursrelevanz aufgrund zu erwartender Veränderung der Beteiligungsstruktur der Zielgesellschaft	97
3. Kursrelevanz aufgrund einer höheren Einschätzung des Fundamentalwerts der Aktien der Zielgesellschaft durch den potenziellen Bieter	98
4. Kursrelevanz aufgrund steigender Nachfrage nach Aktien der Zielgesellschaft (Veränderung der Orderlage)	99
5. Ergebnis	99
III. Ergebnis	100
§ 6 <i>Zwischenschritte im Rahmen einer öffentlichen Übernahme als Bezugspunkte von Insiderinformationen</i>	101
I. Keine Sperrwirkung der Information über die potenziell bevorstehende Übernahme auf Konkurrenz- und Kursrelevanzebene	102
1. Keine Sperrwirkung auf Konkurrenzebene	102
2. Keine Sperrwirkung auf Kursrelevanzebene	103
II. Präzision der Information über die Verwirklichung eines Zwischenschritts	106

III. Öffentliche Bekanntheit der Information über die Verwirklichung eines Zwischenschritts	106
IV. Kursrelevanz	106
1. Originäre und derivative Kursrelevanz von Zwischenschritten	106
2. Kursrelevanz typischer Zwischenschritte	108
3. Zusammenfassung	113
V. Ergebnis	114

Viertes Kapitel: Vereinbarkeit typischer Handlungen des Bieters mit den Insiderverboten	115
---	-----

§ 7 Vereinbarkeit typischer Handlungen des Bieters mit dem Offenlegungsverbot	115
---	-----

I. Unternehmensinterne Kommunikation	116
1. Verfügen über eine Insiderinformation im Sinne des Art. 10 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR	117
2. Offenlegung einer Insiderinformation im Sinne des Art. 10 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR	118
a) Veröffentlichung als Offenlegung	118
b) Adressat der Offenlegung	120
c) Erfordernis der tatsächlichen Kenntnisnahme	120
d) Anforderungen an die Kenntnis und das Verhalten des Insiderinformationsempfängers	121
e) Kein Drittbezug der Insiderinformation erforderlich	122
f) Offenlegung durch eine juristische Person	122
g) Offenlegung der Insiderinformation über die Übernahmeabsicht	123
3. Rechtmäßigkeit der Offenlegung der Übernahmeabsicht	123
a) Anforderungen an die rechtmäßige Offenlegung einer Insiderinformation	123
aa) Legitimer Offenlegungszweck	129
(1) Interesse des Offenlegenden	129
(2) Offenlegungsinteresse einer Aktiengesellschaft	131
bb) Geeignetheit	132
cc) Erforderlichkeit	132
(1) Anforderungen der Grøngaard-und-Bang-Entscheidung	133
(2) Kein Beurteilungsspielraum des Offenlegenden	136
dd) Angemessenheit	137
b) Rechtmäßigkeit der Offenlegung der Insiderinformation über die Übernahmeabsicht	138
aa) Legitimer Offenlegungszweck und Geeignetheit	139

bb) Erforderlichkeit der Offenlegung	139
cc) Angemessenheit	140
dd) Ergebnis	143
4. Rechtmäßigkeit der Weitergabe übernahmeunabhängiger Insiderinformationen mit Bezug auf die Zielgesellschaft	143
a) Rechtmäßigkeit der Offenlegung fremder Insiderinformationen	145
aa) Meinungsstand	145
bb) Kritik	147
cc) Lösung <i>Klöhns</i>	148
(1) Offenlegung fremder Insiderinformationen, die Gegenstand einer Verschwiegenheitsvereinbarung sind	148
(2) Offenlegung transaktionsunabhängiger Insider- informationen durch die Parteien einer prospektiven Pakettransaktion	150
(3) Fazit	151
dd) Stellungnahme	152
(1) Kein legitimer Zweck bei Verstoß gegen Verschwiegenheitsvereinbarung	152
(2) Verhältnis von Verschwiegenheitsvereinbarung und Zustimmungserfordernis	153
(3) Bewertung des Zustimmungserfordernisses	154
(a) Alternativer Ansatz: Beurteilung der Recht- mäßigkeit der Offenlegung aus der Perspektive des Informationsurhebers <i>durch den</i> <i>Offenlegenden</i>	155
(b) Modifikation: Anspruch auf Zustimmung, wenn die Offenlegung fremder Insiderinformationen dem Interesse des Informationsurhebers nicht widerspricht	155
(c) Vereinbarkeit mit dem Mitgliedschaftsrecht der Paketeigentümer	156
(d) Anspruch auf Zustimmung des Informations- urhebers im Regelfall	158
(4) Konzept für die Offenlegung fremder Insider- informationen	159
b) Rechtmäßigkeit der Offenlegung übernahmeunabhängiger Insiderinformationen gegenüber den Mitarbeitern des Bieters	160

II.	Einschaltung unternehmensexterner Personen zur Vorbereitung der öffentlichen Übernahme	161
1.	Mitteilung der Übernahmeabsicht	162
a)	Legitimer Offenlegungszweck	162
b)	Geeignetheit und Erforderlichkeit der Offenlegung	164
c)	Angemessenheit der Offenlegung	165
d)	Ergebnis	166
2.	Offenbarung übernahmeunabhängiger Insiderinformationen	166
3.	Weitergabe an die Mitarbeiter des Beraters	168
4.	Ergebnis	169
III.	Information der Zielgesellschaft über die Übernahmeabsicht	169
IV.	Ansprache potenziell mit dem Bieter gemeinsam handelnder Personen	171
1.	Keine Anwendbarkeit von Art. 11 MAR	172
2.	Rechtmäßigkeit der Offenlegung	172
a)	Insiderinformation über die Übernahmeabsicht	173
b)	Übernahmeunabhängige Insiderinformationen	175
c)	Ergebnis	176
V.	Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber den Anteilseignern der Zielgesellschaft im Rahmen einer Marktsondierung	177
1.	Anforderungen an eine rechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen im Vorfeld eines Übernahmeangebots nach Art. 11 Abs. 2 MAR	179
a)	Informationsempfänger (<i>Market Sounding Recipient</i> , MSR)	180
b)	Keine Überlagerung durch die Grøngaard-und-Bang-Entscheidung des EuGH	180
c)	Gegenstand der Offenlegung, Art. 11 Abs. 2 lit. a) MAR	183
d)	Anforderungen an die Übernahmeabsicht des potenziellen Bieters	186
e)	Kein Erfordernis der höchstpersönlichen Durchführung der Marktsondierung durch den potenziellen Bieter	187
f)	Erforderlichkeit für die Entscheidung des potenziellen Bieters, Art. 11 Abs. 2 lit. b) MAR	188
2.	Bewertung der Regelung in Art. 11 Abs. 2 MAR	189
VI.	Ansprache von Paketaktionären der Zielgesellschaft außerhalb einer Marktsondierung	190
VII.	Erfüllung der übernahmerechtlichen Veröffentlichungspflichten	193
VIII.	Ergebnis	196

§ 8 Vereinbarkeit typischer Handlungen des Bieters mit dem Handelsverbot	196
I. Voraberwerb von Aktien der Zielgesellschaft	197
1. Voraussetzungen eines Verstoßes gegen das Verbot des Tätigens von Insidergeschäften	197
a) Verfügen über eine Insiderinformation	197
b) Erwerb oder Veräußerung von Finanzinstrumenten, Art. 8 Abs. 1 Satz 1 MAR	200
c) Stornierung oder Änderung eines Auftrags, Art. 8 Abs. 1 Satz 2 MAR	201
d) Nutzung einer Insiderinformation	202
aa) Nutzungsbegriff des Art. 8 Abs. 1 Satz 1 MAR	202
bb) Spector-Vermutung	206
cc) Widerlegung der Spector-Vermutung	207
2. Erfüllung der Voraussetzungen des Art. 8 Abs. 1 Satz 1 MAR durch Voraberwerbe?	207
a) Verfügen über Insiderinformation	207
aa) Übernahmeabsicht als Gegenstand einer Insiderinformation	208
bb) Insiderinformation über den Beteiligungserwerb	208
cc) Insiderinformation über die Absicht des <i>stakebuilding</i>	210
dd) Erreichen von Meldeschwellen als Gegenstand einer Insiderinformation?	210
(1) Kursrelevanz des Erreichens von Meldeschwellen im Sinne des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpHG	211
(2) Kursrelevanz des Erreichens der Kontrollschwelle des § 29 Abs. 2 WpÜG	211
(3) Ergebnis	212
ee) Transaktionsunabhängige Insiderinformationen in Bezug auf die Zielgesellschaft	212
ff) Ergebnis	213
b) Erwerb eines Finanzinstruments, auf das sich die Insiderinformation bezieht	213
c) Nutzung einer Insiderinformation	214
aa) Vorliegen einer legitimen Handlung im Sinne des Art. 9 MAR	214
(1) Kein Eingreifen von Art. 9 Abs. 1 MAR	214
(2) Art. 9 Abs. 4 MAR	215
(3) Art. 9 Abs. 5 MAR	217
bb) Fehlende Kausalität der Insiderinformation über das <i>stakebuilding</i>	218

cc) Eingreifen einer Ausnahme außerhalb von Art. 9 MAR	219
(1) Ausnahme für Face-to-face-Geschäfte	219
(a) Keine Erforderlichkeit der Offenlegung der Insiderinformation über die Übernahmeabsicht und die Absicht des <i>stakebuilding</i>	221
(b) Keine Erforderlichkeit der Offenlegung der Insiderinformation über das Erreichen der Kontrollschwelle	221
(c) Offenlegung transaktionsunabhängiger Insider- informationen, welche die Zielgesellschaft betreffen	222
(d) Ergebnis	224
(2) Masterplan-Ausnahme	225
(a) Keine Sperrwirkung des Art. 9 Abs. 4 MAR	227
(b) Änderungs- oder Stornierungsvorbehalt	228
(c) Ergebnis	230
dd) Kenntniserlangung ausschließlich negativ wirkender Insiderinformationen	231
ee) Kenntniserlangung positiv und negativ wirkender Insider- informationen	232
ff) Voraberwerbe durch eine Bank oder andere Dritte	232
(1) Insiderinformation über die Übernahmeabsicht	232
(2) Transaktionsunabhängige Insiderinformationen über die Zielgesellschaft	233
3. Ergebnis	234
II. Fortsetzung der öffentlichen Übernahme trotz Erlangung der Kenntnis von Insiderinformationen	234
1. Vorliegen der Voraussetzungen des Art. 9 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR bei einer öffentlichen Übernahme	235
a) Zweck des Art. 9 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR	236
b) Historie	236
c) Persönlicher Anwendungsbereich des Art. 9 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR	237
d) Sachlicher Anwendungsbereich des Art. 9 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR	238
aa) Erfasste Insiderinformationen	239
bb) Erwerb der Insiderinformation im Zuge der Übernahme	241
cc) Privilegierte Transaktionen	242
e) Verlust des Insiderinformationscharakters	243
aa) Zeitpunkt des Verlusts des Insiderinformationscharakters und Anforderungen an die Veröffentlichung der Insider- information	244

bb) Verlust des Insiderinformationscharakters auf andere Weise	246
cc) Dilemma des Bieters und Lösungsansätze	246
(1) Veranlassen der Zielgesellschaft zur Veröffentlichung	247
(2) Ende der Berechtigung zum Aufschub der Veröffentlichung gemäß Art. 17 Abs. 4 MAR	249
(3) Veranlassung von Aufsichtsmaßnahmen der BaFin	251
(4) Veröffentlichungspflicht der Zielgesellschaft nach Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 1 MAR	251
(5) Veröffentlichung der Insiderinformation durch den Bieter	252
(a) Veröffentlichung der Insiderinformationen in der Angebotsunterlage	252
(b) Veröffentlichung der Insiderinformationen durch den Bieter in einer die breite Kapitalmarktöffentlichkeit herstellenden Weise	255
(aa) Keine Exklusivität der Ad-hoc-Publizitätspflicht	255
(bb) Rechtmäßigkeit der Offenlegung gegenüber der Allgemeinheit?	257
(c) Ergebnis	259
(6) Involvieren unabhängiger Dritter in die Due-Diligence-Prüfung	259
(a) Durchführung der Due Diligence durch einen Dritten (Black-Box-Struktur)	259
(b) Einschaltung eines „Empfängers“ für Insiderinformationen	262
(c) Filtern des Due-Diligence-Datensatzes durch einen Dritten	262
(d) Ergebnis	263
(7) Maschinelle Durchführung der Due Diligence	263
(8) Einsatz eines Clean Teams	264
(9) Vertragliche Verpflichtung der Zielgesellschaft, keine Insiderinformationen offenzulegen	265
(10) Masterplan-Ausnahme	266
(11) Berücksichtigung erhaltener positiver Insiderinformationen bei der Bestimmung der Gegenleistung	267
(12) Zwischenfazit	267

(13) Lösungsvorschläge <i>de lege ferenda</i>	268
(a) Gesetzliche Verpflichtung der Zielgesellschaft, dem Bieter offenbarte Insiderinformationen zu veröffentlichen, <i>de lege ferenda</i> ?	268
(aa) Mögliche Ausgestaltung einer gesetzlichen Veröffentlichungspflicht	268
(bb) Bewertung einer gesetzlichen Veröffent- lichungspflicht	271
(b) Offenlegung nur gegenüber Altaktionären <i>de</i> <i>lege ferenda</i> ?	271
(c) Verzicht auf den Verlust der Insider- informationsqualität der dem Bieter offenbarten Insiderinformationen <i>de lege ferenda</i>	272
(aa) Hinreichender Schutz der Angebots- adressaten durch das Übernahmerecht	273
(bb) Kein ungerechtfertigter Vorteil des Bieters	275
(cc) Primäres Interesse der Angebotsadressaten an einer möglichst hohen Gegenleistung	276
(dd) Mögliche Insiderfälle	277
(ee) Konflikt mit dem Interesse der Zielgesell- schaft an einem Veröffentlichungsaufschub	277
(ff) Vorteil (bzw. fehlender Nachteil) der Angebotsadressaten durch die Nichtver- öffentlichung negativer Insiderinformationen	278
(gg) Ergebnis	279
2. Bewertung des Ausnahmetatbestandes in Art. 9 Abs. 4 MAR	281
III. Absehen von der geplanten Übernahme	281
Fünftes Kapitel: Vereinbarkeit typischer Handlungen der Zielgesellschaft mit den Insiderverboten	
§ 9 Vereinbarkeit typischer Handlungen der Zielgesellschaft mit dem Offenlegungsverbot	286
I. Offenlegung der Übernahmeabsicht des potenziellen Bieters gegenüber unternehmensinternen Personen	286
II. Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber unternehmensexternen Beratern	291
1. Offenlegung der Insiderinformation über die Übernahmeabsicht	291
2. Offenlegung übernahmeunabhängiger Insiderinformationen über die Zielgesellschaft	293
III. Offenlegung von Insiderinformationen im Rahmen der Suche nach einem konkurrierenden Bieter	294

IV. Offenlegung von Insiderinformationen im Zuge der Suche nach Verbündeten im Verteidigungskampf	300
1. Legitimer Offenlegungszweck	301
2. Geeignetheit zur Verhinderung der Übernahme	302
a) Insiderrechtliche Zulässigkeit des Erwerbs eines Verbündeten	302
b) Zwischenergebnis	305
3. Ergebnis	306
V. Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Bietern	307
1. Ermöglichung der Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung durch den potenziellen (Erst-)Bieter	307
a) Überblick über den Streitstand unter Geltung von § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG a.F.	310
b) Rechtmäßigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen zur Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung im Sinne des Art. 10 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR	315
aa) Kein Eingreifen von Art. 11 Abs. 1 oder Abs. 2 MAR	316
bb) Rechtmäßigkeit der Offenlegung aufgrund der Regelung des Art. 9 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR?	316
cc) Keine teleologische Reduktion des Art. 10 Abs. 1 MAR	318
dd) Legitimer Offenlegungszweck	320
(1) Kein Verstoß gegen rechtliche Vorgaben außerhalb des Insiderrechts	320
(2) Offenlegungsinteresse der Zielgesellschaft	324
(3) Ergebnis	328
ee) Geeignetheit	329
ff) Erforderlichkeit	329
gg) Angemessenheit	331
(1) Konkretes Offenlegungsinteresse der Zielgesellschaft	331
(2) Konkretes Informationseindämmungsinteresse des Marktes	334
(a) Risiko eines Verstoßes gegen das Offenlegungsverbot	334
(b) Risiko eines Verstoßes gegen das Empfehlungs- und Verleitungsverbot	336
(aa) Empfehlung oder Verleitung	336
(bb) Verfügen über eine Insiderinformation	337
(cc) Empfehlung oder Verleitung auf der Grundlage einer Insiderinformation	338
(dd) Ergebnis	340
(c) Risiko eines Verstoßes gegen das Handelsverbot	340
(d) Mögliche zeitliche Begrenzung des Insiderisikos durch Art. 9 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR	343

(e) Weitere das Insiderrisiko beeinflussende Faktoren	344
(f) Zwischenergebnis	345
(3) Abwägung und Ergebnis	345
hh) Bedeutung von Vertraulichkeitsvereinbarungen	346
ii) Exkurs: Bedeutung des Paketumfangs	348
jj) Irrelevanz des Zustandekommens der öffentlichen Übernahme bzw. des Paketerwerbs	350
kk) Ergebnis	351
2. Ermöglichung der Durchführung einer Due-Diligence-Prüfung durch einen potenziellen konkurrierenden Bieter	352
3. Offenlegung von Insiderinformationen außerhalb einer Due-Diligence-Prüfung	355
4. Sonderkonstellation: „Aufdrängen“ von Insiderinformationen	355
5. Ergebnis	358
<i>§ 10 Vereinbarkeit typischer Handlungen der Zielgesellschaft mit dem Handelsverbot</i>	358
I. Erwerb eigener Aktien	359
1. Kein Eingreifen der Bereichsausnahme des Art. 5 MAR	362
2. Nutzung der Insiderinformation über die Übernahmeabsicht des Bieters und die potenziell bevorstehende Übernahme	362
a) Widerlegung der Nutzungsvermutung	363
b) Keine teleologische Reduktion des Art. 8 Abs. 1 Satz 1 MAR	366
c) Ergebnis	366
3. Nutzung der Insiderinformation über den geplanten Erwerb eigener Aktien	367
4. Nutzung übernahmeunabhängiger Insiderinformationen	369
5. Ergebnis	370
II. Erwerb von Aktien des potenziellen Bieters (<i>pac man defense</i>)	371
1. Nutzung einer Insiderinformation in Bezug auf den Bieter	372
2. Keine Nutzung der Insiderinformation über den Plan des Erwerbs von Aktien der Bietergesellschaft	374
3. Ergebnis	374
Sechstes Kapitel: Insiderverbote betreffend Dritte	376
<i>§ 11 Mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen und Erfüllungsgehilfen des Bieters</i>	376
I. Handelsverbot	377
1. Art. 9 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR	377
2. Art. 9 Abs. 5 MAR analog	377
3. Ergebnis	380

II. Offenlegungsverbot	381
III. Ergebnis	381
<i>§ 12 Anteilseigner der Zielgesellschaft</i>	382
I. Paketverkäufer	382
1. Mögliche Insiderinformationen im Zusammenhang mit einer Pakettransaktion	382
a) Insiderinformation über die Absicht des Paketverkaufs als Zwischenschritt der Pakettransaktion	383
b) Insiderinformation über die Absicht des Paketerwerbs als Zwischenschritt der Pakettransaktion	385
c) Insiderinformation über die potenziell bevorstehende Pakettransaktion	385
2. Offenlegung der möglichen Insiderinformationen über die Paketverkaufsabsicht und die potenziell bevorstehende Pakettransaktion	387
3. Offenlegung transaktionsunabhängiger Insiderinformationen in Bezug auf die Zielgesellschaft (insbesondere im Rahmen einer Due-Diligence-Prüfung)	390
a) Legitimer Offenlegungszweck	391
b) Geeignetheit	392
c) Erforderlichkeit	392
d) Angemessenheit	393
e) Ergebnis	393
4. Handelsverbot für den Paketverkäufer	394
a) Insiderinformationen über die Übernahmeabsicht und die prospektive Übernahme	394
b) Insiderinformation über die Absicht des Paketerwerbs	394
c) Insiderinformation über die Paketverkaufsabsicht	395
d) Insiderinformation über die potenziell bevorstehende Pakettransaktion	395
e) Transaktionsunabhängige Insiderinformationen in Bezug auf die Zielgesellschaft	395
5. Erwerb von Finanzinstrumenten, die sich auf die Zielgesellschaft beziehen	396
6. Ergebnis	396
II. Vom Bieter im Rahmen einer Marktsondierung angesprochene Aktionäre	397
<i>§ 13 Konkurrierender Bieter</i>	397
I. Handelsverbot	398
1. Beteiligungsaufbau	398
a) Art. 9 Abs. 5 MAR analog?	398

b) Fehlende Kausalität der Insiderinformation über die Übernahmeabsicht des Erstbieters	400
c) Face-to-face-Ausnahme	401
d) Kenntnis übernahmeunabhängiger Insiderinformationen	401
e) Ergebnis	402
2. Erwerb aufgrund des öffentlichen Übernahmeangebots	402
3. Ergebnis	404
II. Offenlegungsverbot	405
<i>§ 14 Sonstige Dritte</i>	406
Siebtes Kapitel: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und Ausblick	
	409
<i>§ 15 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse</i>	409
I. Insiderinformationen bei öffentlichen Übernahmen	409
II. Vereinbarkeit typischer Handlungen des Bieters mit den Insiderverboten	411
III. Vereinbarkeit typischer Handlungen der Zielgesellschaft mit den Insiderverboten	415
IV. Insiderverbote betreffend Dritte	417
<i>§ 16 Ausblick</i>	419
I. MAR-Review-Report	419
II. Vorschlag eines EU Listing Act	421
III. Bewertung	423
1. Keine Ad-hoc-Publizität für Zwischenschritt- Insiderinformationen	423
a) Weniger weitreichende Erleichterung als intendiert	424
b) Abgrenzung von Zwischenschritten und Endereignissen	426
c) Bewertung der Aufgabe der Ad-hoc-Publizität für Zwischenschritt-Insiderinformationen	427
2. Liste potenzieller Insiderinformationen	428
3. Klarstellung des nicht abschließenden Charakters des Art. 11 MAR	429
4. Summa	430
IV. Änderung der tatsächlichen Rahmenbedingungen	430
Literaturverzeichnis	435
Register	471