

# Inhaltsübersicht

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

|  |     |
|--|-----|
| <i>§ 13 Konkurrierender Bieter</i> . . . . .   | 397 |
| <i>§ 14 Sonstige Dritte</i> . . . . .  | 406 |
| <br>   |     |
| <b>Siebtes Kapitel: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und Ausblick</b> . . . . . | 409 |
| <i>§ 15 Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse</i> . . . . .                          | 409 |
| <i>§ 16 Ausblick</i> . . . . .   | 419 |
| <br>   |     |
| <b>Literaturverzeichnis</b> . . . . .  | 435 |
| <br>   |     |
| <b>Register</b> . . . . .  | 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 |
| <br>   |    |
| Drittes Kapitel: Insiderinformationen bei öffentlichen Übernahmen . . . . .  | 52 |
| <br>   |    |
| § 5 <i>Die potenziell bevorstehende Übernahme als Gegenstand einer Insiderinformation</i> . . . . .  | 53 |
| I. Prospektive öffentliche Übernahme als Gegenstand einer Insiderinformation in Bezug auf von dem potenziellen Bieter emittierte Finanzinstrumente . . . . . | 53 |
| 1. Anwendbarkeit der Marktmisbrauchsverordnung 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 Marktmisbrauchsverordnung . . . . .   | 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 Marktmisbrauchsverordnung . . . . .   | 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 |
| <br>Viertes Kapitel: Vereinbarkeit typischer Handlungen des Bieters mit den Insiderverboten . . . . . | 115 |
| <br>§ 7 <i>Vereinbarkeit typischer Handlungen des Bieters mit dem Offenlegungsverbot</i> . . . . .    | 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 Insiderinformationen 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 Rechtmäßigkeit der Offenlegung aus der Perspektive des Informationsurhebers <i>durch den 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 Informationsurhebers im Regelfall . . . . .  | 158 |
| (4) Konzept für die Offenlegung fremder Insiderinformationen . . . . .   | 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 übernahmenabhängiger 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)    | Übernahmenabhängige 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, MSR</i> ) .   | 180 |
| b)    | Keine Überlagerung durch die Grønsgaard-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. Vorabberwerb 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,<br>Art. 8 Abs. 1 Satz 1 MAR . . . . .             | 200 |
| c) Stornierung oder Änderung eines Auftrags, Art. 8 Abs. 1<br>Satz 2 MAR . . . . .                   | 201 |
| d) Nutzung einer Insiderinformation . . . . .  | 202 |
| aa) Nutzungsbeispiel 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<br>durch Vorabberwerbe? . . . . .      | 207 |
| a) Verfügen über Insiderinformation . . . . .  | 207 |
| aa) Übernahmeabsicht als Gegenstand einer Insider-<br>information . . . . .                          | 208 |
| bb) Insiderinformation über den Beteiligungserwerb . . . . .   | 208 |
| cc) Insiderinformation über die Absicht des <i>stakebuilding</i> . . . . .                           | 210 |
| dd) Erreichen von Meldeschwellen als Gegenstand einer<br>Insiderinformation? . . . . .               | 210 |
| (1) Kursrelevanz des Erreichens von Meldeschwellen im<br>Sinne des § 33 Abs. 1 Satz 1 WpHG . . . . . | 211 |
| (2) Kursrelevanz des Erreichens der Kontrollschwelle des<br>§ 29 Abs. 2 WpÜG . . . . .               | 211 |
| (3) Ergebnis . . . . .   | 212 |
| ee) Transaktionsunabhängige Insiderinformationen in Bezug<br>auf die Zielgesellschaft . . . . .      | 212 |
| ff) Ergebnis . . . . .   | 213 |
| b) Erwerb eines Finanzinstruments, auf das sich die Insider-<br>information bezieht . . . . .        | 213 |
| c) Nutzung einer Insiderinformation . . . . .  | 214 |
| aa) Vorliegen einer legitimen Handlung im Sinne des<br>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<br><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 Insiderinformationen, 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) Kenntnisserlangung ausschließlich negativ wirkender Insiderinformationen . . . . .   | 231 |
| ee) Kenntnisserlangung positiv und negativ wirkender Insiderinformationen . . . . .  | 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 Insiderinformation . . . . .        | 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 offenbart Insiderinformationen zu veröffentlichen, <i>de lege ferenda?</i> . . . . . | 268 |
| (aa) Mögliche Ausgestaltung einer gesetzlichen Veröffentlichungspflicht . . . . .   | 268 |
| (bb) Bewertung einer gesetzlichen Veröffentlichungspflicht . . . . .  | 271 |
| (b) Offenlegung nur gegenüber Altaktionären <i>de lege ferenda?</i> . . . . .   | 271 |
| (c) Verzicht auf den Verlust der Insiderinformationsqualität der dem Bieter offenbarten Insiderinformationen <i>de lege ferenda</i> . . . . .       | 272 |
| (aa) Hinreichender Schutz der Angebotsadressaten durch das Übernahmerecht . . . . .   | 273 |
| (bb) Kein ungerechtfertigter Vorteil des Bieters . . . . .  | 275 |
| (cc) Primäres Interesse der Angebotsadressaten an einer möglichst hohen Gegenleistung . . . . .   | 276 |
| (dd) Mögliche Insiderfalle . . . . .  | 277 |
| (ee) Konflikt mit dem Interesse der Zielgesellschaft an einem Veröffentlichungsaufschub . . . . .   | 277 |
| (ff) Vorteil (bzw. fehlender Nachteil) der Angebotsadressaten durch die Nichtveröffentlichung negativer Insiderinformationen . . . . .              | 278 |
| (gg) Ergebnis . . . . .   | 279 |
| 2. Bewertung des Ausnahmetatbestandes in Art. 9 Abs. 4 MAR . . . . .  | 281 |
| III. Absehen von der geplanten Übernahme . . . . .  | 281 |
| <br>Fünftes Kapitel: Vereinbarkeit typischer Handlungen der Zielgesellschaft mit den Insiderverboten . . . . .                                      | 286 |
| <br>§ 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 Insiderrisikos 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 |
| <br><i>§ 10 Vereinbarkeit typischer Handlungen der Zielgesellschaft mit dem Handelsverbot . . . . .</i>                      |     |
| 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 übernahmenabhängiger 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 |
| <br>Sechstes Kapitel: Insiderverbote betreffend Dritte . . . . .   |     |
| <br><i>§ 11 Mit dem Bieter gemeinsam handelnde Personen und Erfüllungsgehilfen des Bieters . . . . .</i>                     |     |
| I. Handelsverbot . . . . .   | 376 |
| 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 Insiderboten . . . . .                 | 411 |
| III. Vereinbarkeit typischer Handlungen der Zielgesellschaft mit den Insiderboten . . . . .       | 415 |
| IV. Insiderboten 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 |