

# Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	13
Abkürzungsverzeichnis	31
Kapitel 1: Einführung	37
A. Einleitung	37
B. Regelungsziel der MAR und der Insiderverbote	43
C. Einordnung öffentlicher Übernahmen	52
Kapitel 2: Insiderrechtliche Vorgaben mit Relevanz für Übernahmen	59
A. Die Insiderinformation	59
B. Verbot von Insidergeschäften	110
C. Empfehlungs- und Verleitungsverbot	131
D. Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung	133
E. Das Ad-hoc-Publizitäts-Regime	141
F. Sanktionen	162
Kapitel 3: Die öffentliche Übernahme im Sinne des WpÜG	165
A. Rechtliche Grundlagen der öffentlichen Übernahme	165
B. Typischer Verfahrensgang einer öffentlichen Übernahme	174
Kapitel 4: Insiderinformationen im Übernahmekontext	255
A. Die Übernahme als mehraktiges Geschehen	255
B. Voraussetzungen einer Insiderinformation im Übernahmekontext	260
C. Insiderinformationen im Rahmen der Vorangebotsphase	271
D. Insiderinformationen im Rahmen der Angebots- und Annahmephase	372

E. Insiderinformationen im Rahmen der Nachangebotsphase	400
Kapitel 5: Ad-hoc-Publizität und übernahmebezogene Insiderrisiken	407
A. Verhältnis der Ad-hoc-Publizität zu anderen Transparenzpflichten	407
B. Ad-hoc-Meldungen im Übernahmeprozess	415
C. Zwischenfazit: Transparenzpflichten im Übernahmeprozess	427
Kapitel 6: Schlussfolgerungen aus der Analyse übernahmebezogener Insiderrisiken	429
A. Problem starrer Fallgruppen für die insiderrechtliche Bewertung	429
B. Präzise Information als Summe mehrerer Informationsgegenstände	431
C. Besonderheiten der Kursrelevanzprüfung bei Übernahmen	453
D. Gefahr einer überregulierenden Vorverlagerung des Insiderrechts?	456
E. Insiderrechtliche Risikoprofile typischer Übernahmekonstellationen	458
F. Zwischenergebnis	464
Kapitel 7: Spannungsfeld zwischen Übernahmerecht und Insiderrecht	467
A. Konflikte und Verzahnungen zwischen Übernahmerichtlinie und MAR	469
B. Vergleich zum Gesellschafts- und Aktienrecht	470
C. Ausgleich zwischen Übernahme- und Insiderrecht	471
Kapitel 8: Potenzielle Insidergeschäfte im Rahmen von Übernahmen	475
A. Das Handelsverbot im Übernahmekontext	475
B. Vorangebotsphase	500
C. Angebots- und Annahmephase	543

D. Nachangebotsphase	551
E. Verwendung von Insiderinformationen durch Dritte	551
F. Empfehlungen und Verleitungen im Kontext der Übernahme	552
Kapitel 9: Insiderrechtliche relevante Informationsflüsse im Übernahmeprozess	553
A. Informationsfluss auf Bieterseite	555
B. Informationsfluss auf Seite der Zielgesellschaft	597
C. Offenlegung durch Dritte	618
D. Zusammenfallen mit sonstigen Veröffentlichungspflichten	624
Kapitel 10: Zusammenfassung, Schlussbemerkungen, Ausblick	627
A. Zusammenfassung der Ergebnisse	627
B. Schlussbemerkungen	645
C. Ausblick	649
Literaturverzeichnis	653

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	31
Kapitel 1: Einführung	37
A. Einleitung	37
I. Gegenstand der Arbeit	39
II. Gang der Untersuchung	40
III. Rechtsquellen des Insider- und Übernahmerechts	41
B. Regelungsziel der MAR und der Insiderverbote	43
I. Gleichberechtigter Informationszugang	45
II. Anlegerschutz	46
III. Funktionsschutz	47
1. Informationelle Funktion und Effizienz	48
2. Allokationsfunktion und -effizienz	49
3. Operationale Funktion und Effizienz	50
4. Institutionelle Funktionsfähigkeit	51
5. Zwischenergebnis	51
C. Einordnung öffentlicher Übernahmen	52
I. Aktualität von Übernahmen in Deutschland	52
II. Beweggründe für öffentliche Übernahmen	54
1. Motivlage der Bietergesellschaft	54
2. Motivlage auf Ebene des Managements	55
3. Haltung der Zielgesellschaft	56
III. Ökonomische Verortung von Übernahmen	57
Kapitel 2: Insiderrechtliche Vorgaben mit Relevanz für Übernahmen	59
A. Die Insiderinformation	59
I. Finanzinstrumente	61
II. Nicht öffentlich bekannt	62
III. Emittenten- oder Finanzinstrumentenbezug	66
IV. Präzise Information	68
1. Ereignisse und Umstände	69
	13

2. Kursspezifität	74
3. Präzision künftiger Umstände und Ereignisse	77
V. Kursrelevanz	80
1. Verständiger Anleger	80
2. Kursbeeinflussungspotenzial	87
3. Erhebliche Kursbeeinflussung	91
4. Berücksichtigung unsicherer Informationsgegenstände	94
a) Zukünftige Umstände	101
b) Insiderrechtliche Behandlung von gestreckten Geschehensabläufen	102
aa) Endereignisse als Insiderinformationen	105
bb) Zwischenschritte als Insiderinformationen	106
VI. Zwischenfazit: Kursrelevanz als regelmäßig entscheidender Faktor	109
B. Verbot von Insidergeschäften	110
I. Tatbestand des Nutzungsverbots	110
1. Handel mit Finanzinstrumenten	110
2. Nutzung einer Insiderinformation	113
3. Mitursächlichkeit	115
4. Realisierung eines Sondervorteils	116
5. Primär- und Sekundärinsider	116
6. Handel auf Grundlage insidermotivierter Empfehlungen/Verleitungen	117
II. Stornierung, Änderung und Unterlassen von Insidergeschäften	117
III. Ausnahmen bei „Legitimen Handlungen“ nach Art. 9 MAR	118
1. Compliance-bezogene Ausnahmen für juristische Personen (Abs. 1)	120
2. Ausnahmen für Market-Maker und Gegenparteien (Abs. 2 lit. a)	122
3. Ausnahmen bei Ausführung von Aufträgen Dritter (Abs. 2 lit. b)	123
4. Ausnahme bei Erfüllung einer Verbindlichkeit (Abs. 3)	123
5. Ausnahme für öffentliche Übernahmen (Abs. 4)	124

6. Ausnahme bei Wissen um den eigenen Erwerbsentschluss (Abs. 5)	125
7. Rückausnahme: Rechtswidriger Grund (Abs. 6)	128
C. Empfehlungs- und Verleitungsverbot	131
D. Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung	133
I. Offenlegung von Insiderinformationen	134
II. Offenlegung von Empfehlungen oder Verleitungen	135
III. Unrechtmäßigkeit der Offenlegung	136
1. Unerlässlichkeit der Offenlegung	136
2. Gesetzlich verpflichtende Offenlegungen	140
E. Das Ad-hoc-Publizitäts-Regime	141
I. Zielrichtung der Transparenzvorschrift	141
II. Voraussetzungen der Ad-hoc-Publizitäts- Pflicht	143
1. Normadressat	143
2. Unmittelbare Betroffenheit	144
3. Unverzügliche Veröffentlichung	148
III. Aufschub der Offenlegung (Selbstbefreiung)	149
1. Allgemeines	150
2. Auslegung der Aufschubsvoraussetzungen	152
3. Berechtigtes Interesse	153
a) Laufende Verhandlungen	155
b) Zustimmungshängigkeit	156
c) Weitere Fallgruppen	157
4. Keine Irreführung	158
5. Sicherstellung der Geheimhaltung	159
F. Sanktionen	162
I. Strafrechtliche Sanktionen	163
II. Verwaltungsrechtliche Sanktionen	163
III. Zivilrechtliche Nachteile	164
Kapitel 3: Die öffentliche Übernahme im Sinne des WpÜG	165
A. Rechtliche Grundlagen der öffentlichen Übernahme	165
I. Anwendungsbereich des WpÜG	166
II. Grundsätze des WpÜG	169
III. Einfache Erwerbsangebote	170
IV. Freiwillige Übernahmeangebote	171
V. Pflichtangebote	172

VI. Abgrenzung zu Unternehmenskäufen und Zusammenschlüssen	173
B. Typischer Verfahrensgang einer öffentlichen Übernahme	174
I. Vorangebotsphase	174
1. Entschluss zur Übernahme der Zielgesellschaft	175
2. Kommunikation mit der Zielgesellschaft	175
a) Absichtserklärungen und Eckpunktepapiere	176
b) Vertraulichkeitsvereinbarungen und Exklusivitätsvereinbarungen	177
c) Abschluss eines Business Combination Agreement	177
d) Investorenvereinbarungen	179
e) Vereinbarung von Break Fees	179
f) Stillhalteabkommen	181
3. Mandatierung von beratenden Dritten	182
4. Beteiligungsaufbau	183
a) Blockhandel	184
b) Paketkäufe	185
c) Gemeinsam handelnde Personen	188
d) Warehousing	190
e) Suche nach Mitbietern	191
f) Irrevocable Undertakings	192
g) Marktsondierungen	194
h) Mitteilungspflicht nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG	194
i) Anschleichen	196
5. Sicherstellung der Finanzierung	196
6. Gewährung und Durchführung einer Due Diligence	197
II. Angebots- und Annahmephase	200
1. Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots	200
a) Mitteilung an Börsen und BaFin, § 10 Abs. 2 WpÜG	200
b) Veröffentlichung der Angebotsentscheidung nach § 10 WpÜG	201
c) Inhalt der Angebotsentscheidung	203
d) Art und Weise der Veröffentlichung	204
e) Angebotsabbruch nach Veröffentlichung der Entscheidung	205

2. Übermittlung, Überprüfung und Veröffentlichung der Angebotsunterlage	206
3. Inhalt der Angebotsunterlage	207
4. Angemessene Gegenleistung	209
5. Angebotsbedingungen	211
a) MAC-Klauseln	214
b) Mindestannahmeschwelle	216
c) Höchstannahmeschwelle	217
d) Fusionsrechtliche Freigabe	218
e) Außenwirtschaftsrechtliche Erlaubnis	218
f) CFIUS-Verfahren	219
g) Ausbleiben von Abwehrmaßnahmen im weiteren Sinne	220
h) Compliance-Vorbehalt	221
i) Change of Control-Klauseln	222
6. Änderungen während der Annahmefrist	223
7. Wasserstandsmeldungen nach § 23 WpÜG	224
8. Stellungnahme des Vorstands gemäß § 27 WpÜG	226
9. Abwehrmaßnahmen	229
a) Aktienrechtliche Zulässigkeit von Abwehrmaßnahmen	231
b) Vereitelungsverbot	232
c) Einfluss auf Aufsichtsrat und Hauptversammlung	234
d) Präventive Abwehrmaßnahmen	235
e) Suche nach einem konkurrierenden Angebot	238
f) Veröffentlichung des Übernahmeverhabens	240
g) Kapitalerhöhungen	241
h) Rückerwerb eigener Aktien	241
i) Erwerb von Aktien des Bieters	242
j) Crown Jewel Defense	243
k) Kündigungsklauseln mit wesentlichen Vertragspartnern	244
l) Aufsichtsratsgestützte Abwehrmaßnahmen	244
m) Kartellrechtlich ausgerichtete Abwehrmaßnahmen	245
10. Annahmefrist	246
11. Berechnung des erforderlichen Stimmrechtsanteils	248



III. Nachangebotsphase	249
1. Übereignung der Aktien und Erfüllung der Gegenleistung	250
2. Faktisches Konzernverhältnis	250
3. Abschluss eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages	251
4. Squeeze-out	252
Kapitel 4: Insiderinformationen im Übernahmekontext	255
A. Die Übernahme als mehraktiges Geschehen	255
I. Übernahme als Oberbegriff mehrerer Endereignisse	256
1. Abgabe des Übernahmeangebots als Endereignis der Vorangebotsphase	256
2. Übernahmeerfolg als Endereignis der Angebots- und Annahmephase	256
3. Die Nachangebotsphase als nur potenziell mehraktiges Geschehen	257
II. Übernahmefördernde Zwischenschritte	258
III. Zwischenfazit	259
B. Voraussetzungen einer Insiderinformation im Übernahmekontext	260
I. Übernahmebezogene Vorgänge als nicht öffentliche Informationen	260
II. Übernahmebedingter Bezug auf Finanzinstrumente oder Emittenten	261
III. Präzise Informationen mit Übernahmebezug	261
IV. Grundlagen für die übernahmespezifische Beurteilung der Kursrelevanz	262
1. Übernahmebedingte Fundamentalwertänderungen	263
a) Prämienzahlung	263
b) Unterbewertung der Zielgesellschaft	266
c) Kurskorrekturen und Strategiewechsel	267
d) Drohende Übernahme als Disziplinierungsmaßnahme	267
e) Synergieeffekte	268
2. Anwendung der <i>probability/magnitude</i> -Formel	268
a) Zwischenschritte im mehraktigen Geschehen	269

b) Berücksichtigung bestehender Markterwartungen	270
C. Insiderinformationen im Rahmen der Vorangebotsphase	271
I. Prozess der Entschlussfassung	271
1. Erste grobe strategische Expansionspläne	273
2. Anfängliche Entscheidung zur Übernahme der Zielgesellschaft	273
3. Durchführung von Marktsondierungen	275
4. Machbarkeitsstudien	275
5. Bloßes Gerücht einer bevorstehenden Übernahme	276
a) Übernahmegerücht als präzise Information	277
b) Kursrelevantes Übernahmegerücht	280
6. Fester Übernahmeentschluss	282
a) Übernahmeentschluss als präzise Information	282
b) Kursrelevanz des Übernahmeentschlusses	284
7. Ankündigung eines Strategiewechsels	285
II. Beteiligungserwerbe und Beteiligungszusicherungen	286
1. Beteiligungsaufbau	288
a) Beteiligungsaufbau als präzise Information	288
b) Kursrelevanz des Beteiligungsaufbaus	289
2. Paketkäufe und Blockhandel	293
a) Paketkäufe und Blockhandel als präzise Information	293
b) Kursrelevanz von Paketkäufen und Blockhandel	294
3. Warehousing	295
4. Irrevocable Undertakings	296
a) Abschluss eines Irrevocable Undertakings als präzise Information	296
b) Kursrelevanz eines abgeschlossenen Irrevocable Undertakings	298
III. Überschreiten von Meldeschwellen nach dem WpHG und WpÜG	298
1. Meldeschwellen nach dem WpHG	299
a) Meldepflicht nach § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG	300
aa) Nichtmeldung der überschrittenen Meldeschwelle als präzise Information	300
bb) Kursrelevanz einer überschrittenen und nichtgemeldeten Meldeschwelle	301

b) Meldepflicht nach § 43 Abs. 1 S. 3 Nr. 2 WpHG	303
2. Überschreiten der Schwelle nach § 29 Abs. 2 WpÜG	304
IV. Kommunikation zwischen Bieter und Zielgesellschaft	304
1. Kontaktierung der Zielgesellschaft und erste Vorgespräche	305
2. Vertraulichkeitsvereinbarungen	307
a) Vertraulichkeitsvereinbarung als präzise Information	307
b) Kursrelevanz von Vertraulichkeitsvereinbarungen	310
3. Exklusivitätsvereinbarungen	312
a) Exklusivitätsvereinbarung als präzise Information	313
b) Kursrelevanz der Exklusivitätsvereinbarung	313
4. Letter of Intent	314
a) Letter of Intent als präzise Information	316
b) Kursrelevanz des Letter of Intent	319
5. Memorandum of Understanding	320
6. Non-binding Indicative Offer Letter	322
7. Bear Hug	323
8. Break Fees	324
9. Term Sheets	325
a) Term Sheet als präzise Information	325
b) Kursrelevanz eines Term Sheet	326
10. Business Combination Agreement	327
a) Business Combination Agreement als präzise Information	330
b) Kursrelevanz des Business Combination Agreement	332
11. Investorenvereinbarungen	334
12. Einsetzung gegenseitiger Arbeitsgruppen	336
13. Process Letter	336
14. Stillhalteabkommen	337
15. Zwischenergebnis: „Bilaterale Treffen mit konkretem Hintergrund“	337
V. Kommunikation mit anderen Akteuren	338
1. Unterrichtung von Aktionären der Zielgesellschaft	338
2. Mandatierung von externen Dienstleistern	340
VI. Sicherstellung der Finanzierung	342

VII. Finanzielle Verausgabung des Bieters	343
VIII. Gewährung, Durchführung und Ausgang einer Due Diligence	344
1. Bedeutung der Due Diligence für den Übernahmeprozess	344
2. Ablauf der Prüfung	348
3. Inhaltliche Ausgestaltung der Due Diligence	351
4. Request Lists	353
5. Gewährung der Due Diligence	353
a) Gewährung der Due Diligence als insiderrechtliche Information	354
b) Umfang der gewährten Due Diligence	355
c) Inhaltliche Ausrichtung der gewährten Due Diligence	357
d) Kursrelevanz der Gewährung einer Due Diligence	358
6. Durchführung der Due Diligence	362
a) Durchführung der Due Diligence als präzise Information	362
b) Kursrelevanz der Durchführung einer Due Diligence	363
7. Ausgang der Due Diligence	364
a) Indifferentes Ergebnis der Due Diligence	364
b) Negativer Ausgang der Due Diligence	365
c) Positiver Ausgang der Due Diligence	366
d) Due Diligence mit gesonderter Ausrichtung	368
8. Erlangtes Insiderwissen aus einer Due Diligence	369
IX. Ausräumen wesentlicher Hindernisse	371
D. Insiderinformationen im Rahmen der Angebots- und Annahmephase	372
I. Angebotsbezogene Informationen	372
1. Beschluss von Vorstand und Aufsichtsrat über das Angebot	373
2. Abgabe des Angebots, § 10 WpÜG	373
3. Kenntnis des noch nicht veröffentlichten Angebotsinhalts	374
a) Der Angebotsinhalt als präzise Information	374
b) Kursrelevanz des Angebotsinhaltes	376

4. Eintritt von Angebotsbedingungen und Erteilung von Genehmigungen	376
a) Bedingungseintritt/Genehmigungserteilung als gegenwärtige Information	377
b) Bedeutung für den Übernahmeerfolg	377
aa) Präzision	377
bb) Kursrelevanz	380
c) Nichteintritt und Nichtgenehmigung als Insiderinformation	382
aa) Nichteintritt und Nichtgenehmigung als präzise Information	382
bb) Kursrelevanz von Nichteintritt und Nichtgenehmigung	385
d) Besonderheiten bei der Mindestannahmeschwelle	386
aa) Erreichen der Mindestannahmeschwelle als präzise Information	387
bb) Erreichen der Mindestannahmeschwelle als kursrelevante Information	389
5. Stellungnahme des Vorstands, § 27 WpÜG	390
6. Mit Angebotsabgabe einhergehende Dividendenerhöhung	392
II. Ergreifen von Gegenmaßnahmen durch die Zielgesellschaft	392
1. Rückerwerb eigener Aktien	393
2. Erwerb von Aktien des Bieters	395
3. Suche nach Konkurrenten (White Knight)	395
a) Die Suche nach Konkurrenten als präzise Information	396
b) Kursrelevanz der Konkurrentensuche	397
III. Unterlassen der Wasserstandsmeldung nach § 23 WpÜG	398
a) Unterlassene Wasserstandsmeldung als präzise Information	398
b) Kursrelevanz der unterlassenen Wasserstandsmeldung	399

E. Insiderinformationen im Rahmen der Nachangebotsphase	400
I. Abschluss eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages	401
II. Vorbereitung/Beschluss eines Squeeze-out	402
III. Realisierung des Synergiepotenzials	404
IV. Sonstige Integrationsmaßnahmen	405
Kapitel 5: Ad-hoc-Publizität und übernahmebezogene Insiderrisiken	407
A. Verhältnis der Ad-hoc-Publizität zu anderen Transparenzpflichten	407
I. Verhältnis zur Beteiligungstransparenz, §§ 33 ff. WpHG	407
II. Verhältnis von Art. 17 MAR zur übernahmerechtlichen Publizität	408
III. Reichweite des § 10 Abs. 6 WpÜG	411
IV. Verhältnis zur Zielgesellschaft	414
B. Ad-hoc-Meldungen im Übernahmeprozess	415
I. Unmittelbare Betroffenheit von Bieter und Zielgesellschaft	416
II. Ad-hoc-Publizität auf Bieterseite	417
1. Ad-hoc-Meldungen des Bieters	418
2. Berechtigtes Interesse des Bieters am Aufschub	419
3. Keine Irreführung der Öffentlichkeit	422
4. Sicherstellung der Geheimhaltung	422
III. Ad-hoc-Publizitätspflicht der Zielgesellschaft	423
1. Ad-hoc-Meldungen der Zielgesellschaft	424
2. Berechtigtes Interesse der Zielgesellschaft	425
3. Irreführung der Öffentlichkeit	426
4. Sicherstellung der Geheimhaltung	426
C. Zwischenfazit: Transparenzpflichten im Übernahmeprozess	427
Kapitel 6: Schlussfolgerungen aus der Analyse übernahmebezogener Insiderrisiken	429
A. Problem starrer Fallgruppen für die insiderrechtliche Bewertung	429

B. Präzise Information als Summe mehrerer Informationsgegenstände	431
I. (Nicht-)Einordnung seitens der BaFin	432
II. Problem einer mathematischen Herangehensweise	435
III. Fortschritt des mehraktigen Geschehens	435
IV. Saldierung von übernahmefördernden und -hinderlichen Informationen	437
V. Einfluss von Unsicherheitsfaktoren auf die Eintrittswahrscheinlichkeit	438
1. Unsicherheitsfaktoren in der Vorangebotsphase	440
2. Unsicherheitsfaktoren in der Angebots- und Annahmephase	440
3. Unsicherheitsfaktoren in der Nachangebotsphase	441
VI. Typisierung wiederkehrender Elemente	442
1. Schlüsselmomente der Vorangebotsphase bei freundlichen Übernahmen	442
a) Einigung hinsichtlich wesentlicher Eckpunkte der Übernahme	442
b) Wohlwollende Signale der Zielgesellschaft	446
c) Verbindlichkeit	447
d) Exklusivität	448
e) Due Diligence	449
2. Schlüsselmomente der Angebots- und Annahmephase	450
3. Entscheidende Faktoren im Rahmen der Nachangebotsphase	450
4. Feindliche Übernahmen	451
a) Mangelnde Vergleichbarkeit mit freundlichen Übernahmen	451
b) Entscheidende Faktoren des feindlichen Übernahmeversuchs	452
C. Besonderheiten der Kursrelevanzprüfung bei Übernahmen	453
I. Zwischenschritte einer Übernahme als „atypische“ Insiderinformationen	453
II. Markterwartung	454
III. <i>Low-balling</i> -Strategien	455
D. Gefahr einer überregulierenden Vorverlagerung des Insiderrechts?	456

E. Insiderrechtliche Risikoprofile typischer Übernahmekonstellationen	458
I. Risikoprofil der einvernehmlichen Übernahme	460
1. Interne Vorbereitungsmaßnahmen	460
2. Kommunikationsakte zwischen Bieter und Zielgesellschaft	461
3. Erhöhung der Übernahmekancen	462
4. Due Diligence	463
5. Insiderrisiko der Angebots- und Annahmephase	463
6. Insiderrisiko der Nachangebotsphase	463
II. Risikoprofil der feindlichen Übernahme	464
III. Risiken bei <i>Low-balling</i> -Strategien	464
F. Zwischenergebnis	464
Kapitel 7: Spannungsfeld zwischen Übernahmerecht und Insiderrecht	467
A. Konflikte und Verzahnungen zwischen Übernahmerichtlinie und MAR	469
B. Vergleich zum Gesellschafts- und Aktienrecht	470
C. Ausgleich zwischen Übernahme- und Insiderrecht	471
Kapitel 8: Potenzielle Insidergeschäfte im Rahmen von Übernahmen	475
A. Das Handelsverbot im Übernahmekontext	475
I. Privilegierung der öffentlichen Übernahme	476
1. Öffentliche Übernahmen und Zusammenschlüsse	477
2. Kenntniserlangung im Zuge der Übernahme	479
3. Ausschließliche Nutzung für die Weiterführung der Übernahme	481
4. Verlust des insiderrechtlichen Charakters	481
5. Keine umfassende Bereichsausnahme für Übernahmen	484
6. Keine Privilegierung des Beteiligungsaufbaus	486
II. Privilegierung bzgl. des Übernahmeentschlusses	487
III. Ungeschriebene Ausnahmekonstellationen	488
1. Face-to-face-Geschäfte	488



## *Inhaltsverzeichnis*

2. Handeln entgegen prognostizierter Kursentwicklung	490
3. Masterplan-Ausnahme	492
a) Grundvoraussetzungen	493
b) Ausgestaltung und Ermessensspielraum des Masterplans	494
c) Sperrwirkung im Kontext von Art. 9 Abs. 4 MAR	496
4. Verwertung von Sicherheiten seitens des Kreditgebers	498
5. Einpreisung der Insiderinformation	499
B. Vorangebotsphase	500
I. Beteiligungsaufbau	500
1. Einfluss von Art. 9 Abs. 4 MAR auf den Beteiligungsaufbau	501
2. Handel mit Wissen um den Erwerbsentschluss	502
a) Handel durch den Bieter	502
b) Handel durch Personen aus der Sphäre des Bieters	504
c) Handel auf Seiten der Zielgesellschaft	505
3. Überschreiten von Meldeschwellen	505
a) Handel in Bezug auf die Meldepflicht nach § 33 Abs. 1 WpHG	506
b) Handel in Bezug auf die Meldepflicht aus § 43 Abs. 1 S. 3 Nr. 2 WpHG	509
c) Handel im Kontext der übernahmerechtlichen Kontrollschwelle	509
4. Handel entsprechend eines zuvor gefassten Plans	510
5. Überschreitung des ursprünglich gefassten Plans	511
6. Abstandnehmen vom ursprünglichen Plan	514
7. Face-to-face-Geschäfte	516
8. Paketerwerb und Blockhandel	517
9. Handel entgegen der prognostizierten Kursentwicklung	519
10. Handel Dritter zu rein privaten Zwecken	519
II. Absicherung der künftigen Beteiligungsstruktur durch Dritte	519
1. Warehousing	519
2. Dawn Raid	524

3. Handel von Mitbietern	525
III. Handel nach Erlangung von Insiderwissen aus einer Due Diligence	525
1. Privilegierung durch Art. 9 Abs. 4 MAR	526
2. Abhilfe durch Art. 9 Abs. 5 MAR	527
3. Anderweitige Geschäfte	528
IV. Handel nach Erlangung sonstiger Insiderinformationen	529
V. Handel in Kenntnis getroffener Vereinbarungen	530
VI. Handel in Kenntnis des Synergiepotenzials	531
VII. Irrevocable Undertakings	532
VIII. Abstandnahme nach Erlangung von Insiderwissen	533
IX. Sonderproblem Insiderfalle	534
1. Problemaufriss	534
2. Möglichkeit der Veröffentlichung außerhalb des Art. 17 Abs. 1 MAR	535
3. Verstoß gegen Vertraulichkeitsvereinbarungen	536
4. Lösungsansätze	537
a) Masterplan-Ausnahme	538
b) Präventive Strategien	538
c) Kooperative Absprachen	539
d) Selbsthilferecht des Bieters	540
e) Übernahmerechtlich begründete Ansätze	540
5. Zwischenergebnis: Keine Notwendigkeit eines Selbsthilferechts	542
C. Angebots- und Annahmephase	543
I. Abgabe des öffentlichen Übernahmeangebots	543
II. Einfluss von Insiderwissen auf die Ausgestaltung des Angebots	544
III. Durchführung eines Dual-Track-Verfahrens durch die Zielgesellschaft	545
IV. Handel im Kontext geplanter oder ergriffener Gegenmaßnahmen	547
1. Rückerwerb eigener Aktien	547
2. Transaktionen des Konkurrenten (Weißer Ritter)	548
D. Nachangebotsphase	551
E. Verwendung von Insiderinformationen durch Dritte	551
F. Empfehlungen und Verleitungen im Kontext der Übernahme	552

Kapitel 9: Insiderrechtliche relevante Informationsflüsse im Übernahmeprozess	553
A. Informationsfluss auf Bieterseite	555
I. Interne Offenlegung	555
1. Vorstandsinterne Kommunikation	556
2. Kommunikation zwischen Vorstand und Aufsichtsrat	557
a) Grundsätzliches	557
b) Offenlegung durch den Aufsichtsrat	558
3. Weitergabe an den Betriebsrat	560
4. Einbeziehung von Mitarbeitern	560
5. Offenlegung gegenüber den eigenen Aktionären	562
a) Allgemeines	562
b) Offenlegung im Rahmen der Hauptversammlung	563
c) Offenlegung außerhalb der Hauptversammlung	565
d) Offenlegung gegenüber gewichtigen Aktionären für die Übernahme	566
II. Kommunikation mit der Zielgesellschaft	569
1. Kontaktaufnahme zwischen Bieter und Zielgesellschaft	569
2. Letter of Intent	571
3. Vertraulichkeitsvereinbarungen	571
4. Business Combination Agreement	572
5. Non-binding Indicative Offer Letter	572
6. Sonstige Vereinbarungen	573
III. Einbeziehung Unternehmensexterner	573
1. Marktsondierungen	573
a) Grundlegendes	574
b) Marktsondierung zwecks Übernahme	575
c) Auswirkung auf das Offenlegungsverbot	578
2. Suche nach Mitbieter	580
3. Einschaltung von Beratern	583
4. Kommunikation zwecks Warehousing	585

IV. Offenlegung gegenüber einzelnen Aktionären der Zielgesellschaft	589
1. Offenlegung im Rahmen von Blockhandel und Paketerwerben	590
a) Blockhandel	590
b) Pakethandel	590
aa) Aufklärungspflicht bei negativen Insiderinformationen	590
bb) Zustimmung der Zielgesellschaft	592
cc) Herbeiführung eines Face-to-face-Geschäfts	593
dd) Offenlegungsinteresse des Bieters	594
ee) Zwischenergebnis	595
2. Abschluss von Irrevocable Undertakings	596
B. Informationsfluss auf Seite der Zielgesellschaft	597
I. Interne Offenlegung	597
1. Kommunikation im Hinblick auf Vorstand und Aufsichtsrat	597
2. Einbeziehung von Mitarbeitern	598
3. Offenlegung gegenüber Aktionären	598
II. Kommunikation mit dem Bieter	600
1. Reguläre Kommunikation	600
2. Offenlegung im Rahmen der Due Diligence	601
a) Ableitungsmöglichkeiten aus der aktienrechtlichen Zulässigkeit	601
b) Übernahmerechtliche Erwägungen	602
c) Marktmissbrauchsrechtliche Einordnung	603
3. Informationsbereitstellung für Paketverkäufe bzw. Blockhandel	607
III. Einbeziehung Dritter	609
1. Berater und andere Dienstleister	609
2. Suche nach einem konkurrierenden Dritten (White Knight)	610
a) Offenlegung gegenüber Konkurrenten	611
b) Pflicht zur Gleichbehandlung aller Bieter?	615
3. Sonstige Abwehrmaßnahmen	618
C. Offenlegung durch Dritte	618
I. Einfluss geschlossener Vertraulichkeitsvereinbarungen	618
II. Offenlegung durch eingeschaltete Berater	620

## *Inhaltsverzeichnis*

III. Offenlegung durch Aktionäre	620
1. Pakethandel	621
2. Blockhandel	622
IV. Durch sonstige Personen aus der Sphäre der Beteiligten	624
D. Zusammenfallen mit sonstigen Veröffentlichungspflichten	624
Kapitel 10: Zusammenfassung, Schlussbemerkungen, Ausblick	627
A. Zusammenfassung der Ergebnisse	627
I. Insiderinformationen während der Vorangebotsphase	627
II. Insiderinformationen während der Angebots- und Annahmephase	631
III. Insiderinformationen während der Nachangebotsphase	633
IV. Übernahmebedingte Ad-hoc-Publizität	633
V. Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot im Übernahmekontext	635
VI. Übernahmebezogene Verstöße gegen das Offenlegungsverbot	641
B. Schlussbemerkungen	645
I. Spezifische Insiderrisiken der einzelnen Übernahmephasen	645
II. Keine überregulierende Vorverlagerung des Insiderrechts	647
III. Ausgleich von Insiderrecht und Übernahmerecht	648
C. Ausblick	649
Literaturverzeichnis	653