

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 |

Inhaltsübersicht

| | |
|--|-----|
| 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 |

Inhaltsübersicht

| | |
|--|-----|
| 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 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----|
| 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 Aufschubvoraussetzungen | 152 |
| 3. Berechtigtes Interesse | 153 |
| a) Laufende Verhandlungen | 155 |
| b) Zustimmungsabhängigkeit | 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 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----|
| 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 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----|
| 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 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| 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 Beteiligungs zusicherungen | 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 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|------------|
| 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 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| 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 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| 4. Eintritt von Angebotsbedingungen und Erteilung von Genehmigungen | 376 |
| a) Bedingungseintritt/Genehmigungserteilung als gegenwärtige Information | 377 |
| b) Bedeutung für den Übernahmeverlauf | 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 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----|
| 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 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|------------|
| 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 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|---------|
| 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 Übernahmehandlungen | 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 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----|
| 3. Handel von Mitbütern | 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 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|---|-----|
| Kapitel 9: Insiderrechtliche relevante Informationsflüsse im Übernahmeprozess | 553 |
| A. Informationsfluss auf Bieterseite | 555 |
| I. Interne Offenlegung | 555 |
| 1. Vorstandsinerne 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) Marktmisbrauchsrechtliche 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 |