

DÉSIRÉE HÖWING

Insiderrecht und  
Unternehmensakquisitionen

*Schriften zum  
Unternehmens- und Kapitalmarktrecht  
119*

---

**Mohr Siebeck**

# Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Jörn Axel Kämmerer, Karsten Schmidt und Rüdiger Veil

119





Désirée Höwing

# Insiderrecht und Unternehmensakquisitionen

Nutzung und Offenlegung von Insiderinformationen  
im Kontext öffentlicher Übernahmen nach dem  
WpÜG

Mohr Siebeck

*Désirée Höwing*, geboren 1991; Studium der Rechtswissenschaften an den Universitäten Hamburg, Hannover und Cambridge; 2015 Erste Juristische Staatsprüfung; Wissenschaftliche Mitarbeiterin an der Humboldt-Universität zu Berlin und der Universität Göttingen; 2019 Zweite Juristische Staatsprüfung; 2022 Promotion; seit 2020 Rechtsanwältin.  
orcid.org/0009-0001-1084-3824

ISBN 978-3-16-162659-3 / eISBN 978-3-16-162697-5  
DOI 10.1628/978-3-16-162697-5

ISSN 2193-7273 / eISSN 2569-4480  
(Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <https://dnb.de> abrufbar.

© 2024 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohrsiebeck.com](http://www.mohrsiebeck.com)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von SatzWeise in Bad Wünnenberg aus der Times gesetzt, von Laupp & Göbel in Gomaringen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und von der Buchbinderei Nädele in Nehren gebunden.

Printed in Germany.

*Meiner Familie*



## Vorwort

Die Juristische Fakultät der Gottfried Wilhelm Leibniz Universität Hannover hat die vorliegende Arbeit im Sommersemester 2022 als Dissertation angenommen. Literatur, Rechtsprechung und aufsichtsrechtliche Verlautbarungen sind im Wesentlichen auf dem Stand der Abgabe im Februar 2022. Spätere Veröffentlichungen, insbesondere zum Kommissionsvorschlag für einen EU Listing Act aus dem Dezember 2022, fanden vereinzelt Berücksichtigung.

Mein herzlicher Dank gilt Frau Professorin Dr. Petra Buck-Heeb für die Betreuung dieser Arbeit und die bei ihrer Erstellung gewährte Freiheit. Herrn Professor Dr., Dr. h. c. Bernd H. Oppermann, Prof. h. c. (UMCS), LL.M. (UCLA) danke ich für die zügige Erstellung des Zweitgutachtens. Herrn Professor Dr. Jörn Axel Kämmerer, Herrn Professor Dr. Dr. h. c. mult. Karsten Schmidt und Herrn Professor Dr. Rüdiger Veil gebührt Dank für die Aufnahme in ihre Schriftenreihe.

Zudem danke ich Dr. Matthias Palmer, der mich in allen Phasen der Promotion unterstützt hat, meinem Bruder Tillmann Höwing, meiner Mutter Dr. Bettina Jung-Lundberg und meinem Vater Dr. Jörg Höwing, der die Fertigstellung dieser Arbeit leider nicht mehr erlebt hat.

Hamburg, im September 2023

Désirée Höwing





## 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

§ 13 <i>Konkurrierender Bieter</i> . . . . .	397
§ 14 <i>Sonstige Dritte</i> . . . . .	406
Siebtes Kapitel: Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse und	
Ausblick . . . . .	409
§ 15 <i>Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse</i> . . . . .	409
§ 16 <i>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 Marktmissbrauchs- verordnung . . . . .	57
(1) Erforderlicher Wahrscheinlichkeitsgrad . . . . .	57
(2) Ermittlung der Wahrscheinlichkeit . . . . .	60
(3) Öffentliche Übernahme vernünftigerweise zu erwarten . . . . .	61
bb) Auswirkungen der mangelnden Abschbarkeit 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 bevor- stehende Übernahme . . . . .	71
c) Fehlende öffentliche Bekanntheit . . . . .	76
aa) Das Öffentlichkeitskonzept des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG a. F. . . . .	77
bb) Das Öffentlichkeitskonzept der Marktmissbrauchs- verordnung . . . . .	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 <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 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	<i>Vereinbarkeit typischer Handlungen des Bieters mit dem Handelsverbot</i>	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 <i>Vereinbarkeit typischer Handlungen der Zielgesellschaft mit dem</i> <i>Offenlegungsverbot</i> . . . . .	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
<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 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
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

## Abkürzungsverzeichnis

2. FFG	Zweites Finanzmarktförderungsgesetz
a. A.	andere(r) Ansicht
a. F.	alte Fassung
Abb.	Abbildung
ABl.	Amtsblatt
Abs.	Absatz
Account. Rev.	The Accounting Review (Zeitschrift)
AcP	Archiv für die civilistische Praxis (Zeitschrift)
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AG	Aktiengesellschaft; Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift)
AktG	Aktiengesetz
Alb. L. Rev.	Albany Law Review (Zeitschrift)
Alt.	Alternative
Am. Econ. Rev.	The American Economic Review (Zeitschrift)
Am. J. Comp. Law	The American Journal of Comparative Law (Zeitschrift)
Anm.	Anmerkung
AnSVG	Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz)
AnwBl.	Anwaltsblatt (Zeitschrift)
Art.	Artikel (Singular)
Artt.	Artikel (Plural)
Aufl.	Auflage
AVR	Archiv des Völkerrechts (Zeitschrift)
AWG	Außenwirtschaftsgesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
Bd.	Band
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründung; Begründer
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen, Amtliche Sammlung
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen, Amtliche Sammlung
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BORA	Berufsordnung für Rechtsanwälte

BörsG	Börsengesetz
BR-Drucks.	Bundesrats-Drucksache
BRAO	Bundesrechtsanwaltsordnung
BT-Drucks.	Bundestags-Drucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, Amtliche Sammlung
BVerfGK	Kammerentscheidungen des Bundesverfassungsgerichts, Amtliche Sammlung
bzw.	beziehungsweise
c. i. c.	culpa in contrahendo
CB	Compliance Berater (Zeitschrift)
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CF	Corporate Finance (Zeitschrift)
CMLJ	Capital Markets Law Journal (Zeitschrift)
CMLR	Common Market Law Review (Zeitschrift)
Co.	Company
Columbia Law Rev.	Columbia Law Review (Zeitschrift)
CRIM-MAD	Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie) vom 16. April 2014
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
ders.	derselbe
dies.	dieselbe
Diss.	Dissertation
DS	Der Sachverständige (Zeitschrift)
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
Duke L. J.	Duke Law Journal (Zeitschrift)
ECFR	European Company and Financial Law Review (Zeitschrift)
Ed.	Edition
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
EL	Ergänzungslieferung
endg.	endgültig
ESMA	European Securities and Markets Authority (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
EU	Europäische Union
EuG	Europäisches Gericht
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Europarecht (Zeitschrift)
Eur. Co. Law	European Company Law (Zeitschrift)
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum

f.	folgende Seite/Randnummer
FAQs	Frequently Asked Questions
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
ff.	folgende Seiten/Randnummern
FiMaNoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
Fin. Analysts J.	Financial Analysts Journal (Zeitschrift)
Financ. Manage.	Financial Management (Zeitschrift)
Financial Mark. Portf. Manag.	Financial Markets and Portfolio Management (Zeitschrift)
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GeschGehG	Gesetz zum Schutz von Geschäftsgeheimnissen
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau (Zeitschrift)
GPR	Zeitschrift für das Privatrecht der Europäischen Union
GRCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
Großkomm.	Großkommentar
GRUR-RR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht Rechtsprechungs-Report (Zeitschrift)
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
h. M.	herrschende Meinung
Harv. Bus. Rev.	Harvard Business Review (Zeitschrift)
Harv. L. Rev.	Harvard Law Review (Zeitschrift)
Hdb.	Handbuch
Hervorh. d. Verf.	Hervorhebung durch den Verfasser
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
i. E.	im Ergebnis
i. V. m.	in Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
J. Appl. Corp. Finance	Journal of Applied Corporate Finance (Zeitschrift)
J. Bank. Finance	Journal of Banking and Finance (Zeitschrift)
J. Bus. Law	Journal of Business Law (Zeitschrift)
J. Corp. Fin.	Journal of Corporate Finance (Zeitschrift)
J. Corp. Law	The Journal of Corporation Law (Zeitschrift)
J. Econ. Perspect.	Journal of Economic Perspectives (Zeitschrift)
J. Financ. Econ.	Journal of Financial Economics (Zeitschrift)
J. Financ. Quant. Anal.	Journal of Financial and Quantitative Analysis (Zeitschrift)
J. Finance	Journal of Finance (Zeitschrift)
J. Financial Quant. Anal.	Journal of Financial and Quantitative Analysis (Zeitschrift)

J. Law Econ. Organ.	The Journal of Law, Economics, & Organization (Zeitschrift)
J. Legal Stud.	The Journal of Legal Studies (Zeitschrift)
J. Manage.	Journal of Management (Zeitschrift)
J. Public Econ.	The Journal of Public Economics (Zeitschrift)
JuS	Juristische Schulung (Zeitschrift)
JZ	JuristenZeitung (Zeitschrift)
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KK	Kölner Kommentar
KOM	Europäische Kommission
KSzW	Kölner Schrift zum Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
L	Legislation/Gesetz
LG	Landgericht
lit.	litera (lat.)
LMK	Lindenmaier-Möhring – Kommentierte BGH-Rechtsprechung (Zeitschrift)
Ls.	Leitsatz
Ltd.	Limited
m.	mit
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
M&A	Mergers and Acquisitions
MAD	Market Abuse Directive (Marktmissbrauchsrichtlinie) vom 28. Januar 2003
Manag. Sci.	Management Science (Zeitschrift)
MAR	Market Abuse Regulation (Marktmissbrauchs- verordnung) vom 16. April 2014
MAR-E	Entwurf der Marktmissbrauchsverordnung gemäß dem Kommissionsvorschlag für einen sog. „EU Listing Act“ (COM[2022] 762 final)
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Richtlinie 2004/39/EG vom 21. April 2004, sog. Finanzmarkt- richtlinie)
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive (Richtlinie 2014/65/EU vom 15. Mai 2014)
MiFIR	Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente vom 15. Mai 2014
MMR	Multimedia und Recht (Zeitschrift)
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung
MTF	Multilateral Trading Facility / Multilaterales Handelssystem
MüKo	Münchener Kommentar
NJOZ	Neue Juristische Online-Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift (Zeitschrift)
No.	Number
Nr.	Nummer(n)
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NVwZ	Neue Zeitschrift für Verwaltungsrecht

Nw. U. L. Rev.	Northwestern University Law Review (Zeitschrift)
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeits- und Sozialrecht
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OK	Online-Kommentar
OLG	Oberlandesgericht
OTF	Organised Trading Facility / Organisiertes Handelssystem
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
Plc	Public Limited Company (Gesellschaftsform)
Q. J. Econ.	Quarterly Journal of Economics (Zeitschrift)
Q&As	Questions and Answers (Fragen und Antworten)
RAND J. Econ.	The RAND Journal of Economics (Zeitschrift)
RdF	Recht der Finanzinstrumente (Zeitschrift)
RD <i>i</i>	Recht Digital (Zeitschrift)
RefE	Referentenentwurf
RegE	Regierungsentwurf
Rev. Financ. Stud.	Review of Financial Studies (Zeitschrift)
RIW	Recht der internationalen Wirtschaft (Zeitschrift)
Rn.	Randnummer(n)
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
S.	Seite
s.	siehe
SE	Societas Europaea
SEC	Securities and Exchange Commission
Sec. Reg. L. J.	Securities Regulation Law Journal (Zeitschrift)
Slg.	Sammlung
sog.	sogenannter, sogenannte, sogenanntes
Stan. L. Rev.	Stanford Law Review (Zeitschrift)
Stan. Tech. L. Rev.	Stanford Technology Law Review (Zeitschrift)
StBerG	Steuerberatungsgesetz
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung
Tex. L. Rev.	Texas Law Review (Zeitschrift)
TUG	Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz
UK	United Kingdom / Vereinigtes Königreich Großbritannien und Nordirland
Univ. Pa. Law Rev.	University of Pennsylvania Law Review (Zeitschrift)
Unterabs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
v.	vom/von; versus
Va. L. Rev.	Virginia Law Review (Zeitschrift)
Var.	Variante
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	volume
Vor Art.	Vorbemerkung zu Artikel
Wash. U. L. Rev.	Washington University Law Review (Zeitschrift)

WiB	Wirtschaftsrechtliche Beratung (Zeitschrift)
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapiermitteilungen (Zeitschrift)
WPAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung vom 13. Dezember 2004
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigeverordnung
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WPO	Wirtschaftsprüferordnung
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜG-AngebotsVO	WpÜG-Angebotsverordnung
WRP	Wettbewerb in Recht und Praxis (Zeitschrift)
WStBG	Wirtschaftsstabilisierungsbeschleunigungsgesetz
WuB	Entscheidungsanmerkungen zum Wirtschafts- und Bankrecht (Zeitschrift)
Yale J. Regul.	Yale Journal on Regulation (Zeitschrift)
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZBB-Report	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft – Report
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht (Zeitschrift)
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert als
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik

Darüber hinaus wird auf *Kirchner/Böttcher*, Das Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 10. Auflage, Berlin 2021, verwiesen.

Aus Gründen der besseren Lesbarkeit wird in dieser Arbeit das generische Maskulinum verwendet; dieses soll gleichermaßen sämtliche Geschlechter einschließen.

## Erstes Kapitel:

### Einführung

#### § 1 Problem und Relevanz

##### I. Problem

*Prudentia potentia est* – Wissen ist Macht.<sup>1</sup> Dieser Grundsatz gilt im Insiderrecht *prima vista* lediglich eingeschränkt, kann doch die Kenntnis von Insiderinformationen, also präzisen, nicht öffentlich bekannten und kursrelevanten Informationen (Art. 7 Abs. 1 lit. a) der Marktmissbrauchsverordnung [Market Abuse Regulation, MAR])<sup>2</sup>, ein Handeln aufgrund eines Verstoßes gegen das Insiderhandelsverbot zumindest rechtlich unmöglich machen und damit eine Ohnmacht des Wissenden bedingen. Gleichwohl liegt dem Insiderrecht der Gedanke zugrunde, dass sich Wissen an den Kapitalmärkten in monetäre Potenz umwandeln lässt.

Wissen spielt auch im Kontext einer öffentlichen Übernahme – wie bei jeder M&A-Transaktion – eine wichtige Rolle. Eine öffentliche Übernahme erfordert Wissen. Ohne (hinreichendes) Wissen um die Belange der Zielgesellschaft wird ein rational Agierender eine Übernahme scheuen.<sup>3</sup> Nicht ohne Grund hat sich in der internationalen Transaktionspraxis ausgehend von den Vereinigten Staaten Amerikas eine eingehende Untersuchung des Zielunternehmens, die Due-Diligence-Prüfung, als Standard etabliert.

Das Wissen um die Belange der Zielgesellschaft kann die Kenntnis von Insiderinformationen umfassen und somit das Verbot der Nutzung von Insiderinformationen (Art. 14 lit. a) i. V. m. Art. 8 Abs. 1 MAR) eingreifen lassen. Dieses prominente Paradox des Verfügens über Insiderinformationen im Spannungsfeld zwischen „zu viel“ und „zu wenig“ Wissen ist nicht der einzige Konflikt, den das Insiderrecht bei öffentlichen Übernahmen hervorruft. Öffent-

---

<sup>1</sup> So jüngst in Bezug auf Due-Diligence-Prüfungen *Hensel/Dörstling*, DStR 2021, 170.

<sup>2</sup> Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 1 ff.

<sup>3</sup> Selbst bei wesentlich unbedeutenderen, für jedermann alltäglichen Geschäften widerstrebt es den meisten Menschen, wenn sie nicht über hinreichende Informationen über den Vertragsgegenstand verfügen. Umgangssprachlich trifft es die Redewendung, nach der niemand gern die Katze im Sack kauft.



liche Übernahmen weisen zahlreiche Berührungspunkte mit dem Insiderrecht auf. Sie gelten als *locus classicus* des Insiderhandels,<sup>4</sup> was sich indes primär auf die Nutzung des Wissens um eine potenziell bevorstehende Übernahme durch nicht an der Transaktion beteiligte Dritte bezieht.<sup>5</sup> Für das gehäufte Auftreten von Insiderhandel im Kontext öffentlicher Übernahmen lässt sich eine Trias von Ursachen ausmachen: Erstens können öffentliche Übernahmeangebote besonders große Auswirkungen auf den Aktienkurs der Zielgesellschaft zeitigen.<sup>6</sup> Zweitens ist die Anzahl möglicher Insider verhältnismäßig groß, da in einem Übernahmeverfahren mindestens zwei Beteiligte – Bieter und Zielgesellschaft – und ihre Repräsentanten tätig sind.<sup>7</sup> Drittens kann eine öffentliche Übernahme eine Vielzahl von Insiderinformationen hervorbringen und die Zirkulation von Insiderinformationen erfordern. Neben den unabhängig von der prospektiven Übernahme existenten Insiderinformationen über die Zielgesellschaft (übernahmeunabhängige Insiderinformationen) können aus dem Übernahmeverfahren Insiderinformationen erwachsen (übernahmeabhängige Insiderinformationen). So kann die potenziell bevorstehende Übernahme eine Insiderinformation in Bezug auf die Zielgesellschaft (bzw. die von dieser emit-

---

<sup>4</sup> *Davies*, in: Hopt/Wymeersch, *European Insider Dealing*, 1991, S. 243; s. auch *Ashe/Murphy*, *Insider Dealing*, 1992, S. 32 f.; *Schödermeier/Wallach*, *EuZW* 1990, 122; *Ott/Schäfer*, *ZBB* 1991, 226, 227; *Hopt*, in: FS Lutter, 2000, S. 1361, 1395; *Hopt*, *ZGR* 2002, 333, 337; *Hasselbach*, *NZG* 2004, 1087, 1093; *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, 4. Aufl., § 15 WpHG Rn. 13; *Mennicke*, in: Fuchs, *WpHG*, § 14 Rn. 85; *Nietsch*, *ZHR* 174 (2010), 556, 588; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer, *Kapitalmarktrechts-Kommentar*, Art. 9 VO (EU) 596/2014 Rn. 58. Empirische Untersuchungen offenbaren verstärkte Kursveränderungen vor der Ankündigung von Unternehmensübernahmen, s. für Kanada *King*, 38 *Financ. Manage.*, 699 ff. (2009); für die New Yorker und Londoner Börse s. die Nachweise bei *Ashe/Murphy*, *Insider Dealing*, 1992, S. 32 in Fn. 29 und 30; für die USA *Keown/Pinkerton*, 36 *J. Finance*, 855 ff. (1981).

<sup>5</sup> Darauf hinweisend auch *Nietsch*, *ZHR* 174 (2010), 556, 588. Für eine Systematisierung der Insiderverstöße im M&A-Kontext in vier Grundkonstellationen *Apfelbacher*, in: *Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2017*, S. 57, 59 f. (Fallkonstellation 1: transaktionsbezogenes Geschäft unter Nutzung von transaktionsbezogenen Insiderinformationen; Fallkonstellation 2: transaktionsbezogenes Geschäft unter Nutzung von sonstigen Insiderinformationen; Fallkonstellation 3: Offenlegung transaktionsbezogener Insiderinformationen; Fallkonstellation 4: sonstiges Geschäft unter Nutzung transaktionsbezogener Insiderinformationen). Als fünfte Grundkonstellation ist die Offenlegung nicht transaktionsbezogener Insiderinformationen zum Zwecke der M&A-Transaktion zu ergänzen, also namentlich die Offenlegung transaktionsunabhängiger Insiderinformationen im Rahmen einer Due-Diligence-Prüfung.

<sup>6</sup> *Mennicke*, in: Fuchs, *WpHG*, § 14 Rn. 85; konzis zu den Voraussetzungen des profitablen Insiderhandels *Ott/Schäfer*, *ZBB* 1991, 226, 228 f. m. w. N.: (1) Schwankungen des Unternehmenswerts (2) durch firmenspezifische Risiken, (3) die nicht perfekt mit dem allgemeinen Marktrisiko korrelieren und sich nicht gegenseitig aufheben, (4) eine geringe Anzahl von Insidern und (5) das Vorhandensein eines „Hintergrundrauschens“ (*noise*) auf dem Aktienmarkt.

<sup>7</sup> Vgl. nur *Santelmann/Steinhardt*, in: Steinmeyer, *WpÜG*, § 10 Rn. 63. Zu den Akteuren und ihren Interessen Zweites Kapitel § 4 II., S. 39.

tierten Finanzinstrumente)<sup>8</sup> begründen.<sup>9</sup> Unterfällt auch der Bieter dem Anwendungsbereich des Insiderrechts, kann die prospektive Übernahme zudem Anknüpfungspunkt einer Insiderinformation sein, die sich auf den Bieter bezieht.<sup>10</sup> Darüber hinaus können die Zwischenschritte der öffentlichen Übernahme, die sich als gestreckter Sachverhalt darstellt, jeweils Gegenstand einer Insiderinformation sowohl über die Ziel- als auch über die Bietergesellschaft sein.<sup>11</sup> In einem Konkurrenzzenario kann ein konkurrierender Bieter als tauglicher Bezugspunkt einer Insiderinformation hinzutreten.<sup>12</sup> Die Identifikation dieser übernahmeabhängigen Insiderinformationen ist Voraussetzung für ein insiderrechtskonformes Verhalten der an der Übernahme Beteiligten.<sup>13</sup>

Namentlich die Due-Diligence-Prüfung geht oftmals mit dem Transfer von Insiderinformationen einher, doch auch einer Vielzahl anderer übernahmetyppischer Handlungen kann die Offenlegung einer Insiderinformation immanent sein, etwa der Ansprache der Zielgesellschaft durch den potenziellen Bieter, um die Möglichkeit einer freundlichen Übernahme zu eruieren, und der Einschaltung externer Berater sowohl durch den Bieter als auch durch die Zielgesellschaft.

Hat der Bieter Kenntnis zumindest einer Insiderinformation über die Zielgesellschaft, kann dies die einleitend erwähnte Ohnmacht des Wissenden verursachen. Hier stellt sich die Frage, ob das Nutzungsverbot der Übernahme (konkret dem Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft) entgegensteht. Doch auch eine Ohnmacht der Zielgesellschaft ob ihres Insiderwissens kommt in Betracht, wenn diese Verteidigungsmaßnahmen gegen die prospektive Übernahme anstrebt, die den Erwerb von Aktien umfassen (Erwerb eigener Aktien, Erwerb von Aktien des Bieters).

Die vorliegende Arbeit widmet sich den Berührungspunkten öffentlicher Übernahmen mit den Insiderverboten. Anlass der Untersuchung ist die Reform des Insiderrechts durch die Marktmissbrauchsverordnung im Allgemeinen und

---

<sup>8</sup> Auf eine Differenzierung zwischen der Gesellschaft und den von ihr emittierten Finanzinstrumenten wird im Folgenden zur sprachlichen Vereinfachung verzichtet, sofern sie nicht für die rechtliche Beurteilung von Bedeutung ist.

<sup>9</sup> Drittes Kapitel § 5 II., S. 95 ff.

<sup>10</sup> Drittes Kapitel § 5 I., S. 53 ff.

<sup>11</sup> Drittes Kapitel § 6, S. 101 ff.

<sup>12</sup> So unterbreiteten 2019 zunächst die Finanzinvestoren Bain Capital und Carlyle Group gemeinsam ein Übernahmeangebot für die OSRAM Licht AG, bevor kurz vor Ablauf der Annahmefrist die ams AG ein konkurrierendes Übernahmeangebot abgab. Ebenfalls Gegenstand konkurrierender Übernahmeangebote waren die Biofrontera AG (2019), die MyHammer Holding AG (2016), die Allerthal-Werke AG (2012), die REpower Systems AG (2007) und die Techem AG (2006). Beispiele für das Auftreten konkurrierender Bieter in den USA bei *Lipuscek*, Konkurrenzangebote bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen, 2005, S. 47–50.

<sup>13</sup> Darüber hinaus bedarf es der Identifikation der übernahmeabhängigen Insiderinformationen, damit die Beteiligten ihren Veröffentlichungspflichten aus Art. 17 MAR und der Verpflichtung zur Führung einer Insiderliste (Art. 18 MAR) genügen können.

die erstmalige Kodifizierung spezieller Regelungen für öffentliche Übernahmen im Besonderen.<sup>14</sup> Seit dem 3. Juli 2016 gilt in der Europäischen Union die Marktmissbrauchsverordnung. Damit fußt das europäische Marktmissbrauchsrecht erstmals auf einer unmittelbar in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union<sup>15</sup> anwendbaren Verordnung.<sup>16</sup> Art. 9 Abs. 4 MAR sieht vor, dass trotz des Besitzes von Insiderinformationen unter bestimmten Voraussetzungen keine unzulässige Nutzung dieser Insiderinformationen angenommen wird, wenn der Insider die Insiderinformationen ausschließlich für die Fortführung einer öffentlichen Übernahme verwendet. Art. 11 Abs. 2 MAR soll Marktsondierungen des (potenziellen) Bieters im Vorfeld der Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots ermöglichen, indem er bei Wahrung gewisser Anforderungen die Offenlegung von Insiderinformationen primär gegenüber den Aktionären der Zielgesellschaft gestattet.

Ferner hat der Ordnungsgeber mit Art. 9 Abs. 5 MAR, nach dem die Umsetzung eigener Transaktionsentschlüsse an sich noch keine Nutzung einer Insiderinformation darstellt, eine weitere Regelung von Relevanz für öffentliche Übernahmeangebote geschaffen. Auch die Ausweitung der verbotenen Handlungen auf die Stornierung und Änderung eines Auftrags (Art. 8 Abs. 1 Satz 2 MAR) kann im Rahmen eines Übernahmeverfahrens Bedeutung entfalten. Darüber hinaus trifft die Marktmissbrauchsverordnung durch die Kodifizierung der Leitgedanken der *Geltl*-Entscheidung des EuGH<sup>17</sup> (Art. 7 Abs. 2 und Abs. 3 MAR) Aussagen zur insiderrechtlichen Einordnung gestreckter Sachverhalte wie einer öffentlichen Übernahme.

---

<sup>14</sup> Weder die Vorgängerregelungen der Insiderrichtlinie von 1989 (Richtlinie 89/592/EWG vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insidergeschäfte, ABl. EWG L 334 vom 18.11.1989, S. 30 ff.) noch die Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003 (Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation [Marktmissbrauch], ABl. EG L 96 vom 12.4.2003, S. 16 ff.) enthalten besondere Regelungen für öffentliche Übernahmen. Letztere führt jedoch in ihrem Erwägungsgrund 29 aus, dass weder der Zugang zu Insiderinformationen noch ihre Verwendung bei einem öffentlichen Übernahmeangebot als Insidergeschäft gelten sollten. Das deutsche Recht traf keine spezielle gesetzliche Regelung für öffentliche Übernahmen. Für einen Überblick über sämtliche Neuerungen durch die Marktmissbrauchsverordnung statt vieler *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, Art. 1 VO (EU) 596/2014 Rn. 23–30.

<sup>15</sup> Sofern im Folgenden verkürzt von Mitgliedstaaten die Rede ist, sind damit die Mitgliedstaaten der Europäischen Union gemeint.

<sup>16</sup> Diese Entwicklung steht im Einklang mit der zunehmenden europäischen Regulierung in Verordnungsform, vgl. etwa auch die Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 84 ff. (MiFIR) und jüngst die Verordnung (EU) 2020/852 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Juni 2020 über die Einrichtung eines Rahmens zur Erleichterung nachhaltiger Investitionen und zur Änderung der Verordnung (EU) 2019/2088, ABl. L 198 vom 22.6.2020, S. 13 ff. (Taxonomie-Verordnung).

<sup>17</sup> EuGH, Urt. v. 28.06.2012 – C-19/11, NJW 2012, 2787 ff. (Geltl).

## II. Relevanz

Das Insiderrecht ist angesichts der Vielzahl von Berührungspunkten seit seiner Regulierung<sup>18</sup> von erheblicher Bedeutung für die Übernahmepaxis, zumal das Insiderhandelsverbot die Durchführung öffentlicher Übernahmen vereiteln kann, die von allen Betroffenen gewünscht und volkswirtschaftlich sinnvoll sind.<sup>19</sup> Öffentliche Übernahmen (bzw. die Möglichkeit ihres möglichst ungehinderten Stattfindens) wiederum sind von beträchtlicher volkswirtschaftlicher Bedeutung.<sup>20</sup> Bei jeder Unternehmensakquisition, die sich auf ein dem Anwendungsbereich des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG)<sup>21</sup> unterfallendes Zielunternehmen bezieht,<sup>22</sup> wird mit Erreichen der Kontrollschwelle<sup>23</sup>

---

<sup>18</sup> Zur Genese des Insiderrechts Zweites Kapitel § 3 III., S. 28 ff.

<sup>19</sup> Unabhängig von der untersuchten Übernahmekonstellation kann die Bedeutung des Verbots von Insidergeschäften kaum überschätzt werden. Das zeigt sich auch daran, dass Insidergeschäfte auch außerhalb der Marktmissbrauchsverordnung als unzulässig angesehen werden (s. *Hopt/Kumpan*, in: Ellenberger/Bunte, Bankrechts-Hdb., § 86 Rn. 178 ff.). Weit über den Kapitalmarkt hinausgehend, hat das Verbot von Insidergeschäften in einer auf dem Leistungsgedanken basierenden Gesellschaftsordnung eine Bedeutung für den sozialen Frieden. Einigkeit besteht, dass das Insiderrecht die Möglichkeiten zur Durchführung öffentlicher Übernahmen nicht einschränken soll, vgl. *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb., § 107 Rn. 90; *Klöhn*, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, Art. 9 Rn. 109; *Kumpan/Schmidt*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, Art. 9 VO (EU) 596/2014 Rn. 58. Bereits Erwägungsgrund 29 der Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003 konstatiert, dass die Verwendung von Insiderinformationen in Bezug auf ein anderes Unternehmen, die im Rahmen der Vorbereitung der öffentlichen Übernahme des Unternehmens erlangt wurden, bei Fortführung der öffentlichen Übernahme nicht als Insidergeschäft gelten solle. Zum Verhältnis von Insider- und Übernahmerecht vgl. auch Art. 23 Abs. 3 Unterabs. 2 MAR und Erwägungsgrund 27 der MAR.

<sup>20</sup> Zu den Funktionen von Übernahmen etwa *Fleischer/Bueren*, in: Paschos/Fleischer, Hdb. Übernahmerecht, § 3 Rn. 19–47. Beispiele bedeutender Übernahmeverfahren nach dem WpÜG aus der jüngeren Vergangenheit sind die Übernahme der Deutsche Wohnen SE durch die Vonovia SE (2021), die Übernahme der Siltronic AG durch die taiwanische GlobalWafers Co., Ltd. (2020), die Übernahme der Rhön-Klinikum AG durch die Asklepios Kliniken GmbH & Co. KGaA (2020), die Übernahme der Uniper SE durch die Fortum Deutschland SE (2020), die Übernahme der OSRAM Licht AG durch die österreichische ams AG nach einem Bieterwettstreit (2019), die Übernahme der innogy SE durch die E.ON SE (2018) und die Übernahme der STADA Arzneimittel AG durch die Finanzinvestoren Bain Capital und Cinven (2017). Ins Bewusstsein einer breiteren Öffentlichkeit gelangte vor allem die Übernahme der Porsche AG durch die Volkswagen AG 2012 und die vorangegangene Übernahmeschlacht, die Übernahme der Continental AG durch die Schaeffler AG 2008 sowie die Übernahme der Mannesmann AG durch die Vodafone Group Plc 1999/2000 (vor Inkrafttreten des WpÜG), die die Diskussion über eine Regulierung von Unternehmensübernahmen in Deutschland auslöste.

<sup>21</sup> Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen vom 20. Dezember 2001, BGBl. 2001 I, S. 3822 ff.

<sup>22</sup> Zum Anwendungsbereich des WpÜG sogleich Erstes Kapitel § 2 I., S. 16 mit Fn. 83.

<sup>23</sup> § 29 Abs. 2 Satz 1 WpÜG definiert Kontrolle als das Halten von mindestens 30 % der Stimmrechte an der Zielgesellschaft aus dem Bieter gehörenden Aktien der Zielgesellschaft oder dem Bieter nach § 30 WpÜG zugerechneten Stimmrechten an der Zielgesellschaft. Gemäß Art. 5 Abs. 1 Satz 1 der Übernahmerichtlinie (Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Par-

grundsätzlich die Verpflichtung zur Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebots ausgelöst.<sup>24</sup>

Die besondere Relevanz und Aktualität des Untersuchungsgegenstandes resultiert aus der bereits zu beobachtenden und auch künftig zu erwartenden Zunahme öffentlicher Übernahmen nach dem WpÜG<sup>25</sup> mit Berührung des Insiderrechts, die dichotom begründet ist.

Sie ergibt sich aus insiderrechtlicher Perspektive aus der Erweiterung des sachlichen Anwendungsbereichs des Insiderrechts.<sup>26</sup> Zudem könnte die Marktmissbrauchsverordnung eine Verlängerung des zeitlichen Anwendungsbereichs des Insiderrechts bei öffentlichen Übernahmen bedingen. Dies wäre der Fall, wenn dem Insiderrecht nunmehr das Konzept der breiten Kapitalmarktöffentlichkeit zugrunde läge und damit die auf die Herstellung der Bereichsöffentlichkeit abzielenden übernahmerechtlichen Publizitätspflichten nicht mehr (unmittelbar) zur öffentlichen Bekanntheit der Information über die prospektive Übernahme führten.<sup>27</sup> Im Übrigen steigert die Verschärfung der verwaltungs-

---

laments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EG L 142 vom 30.4.2004, S. 12 ff.) richtet sich die Kontrollschwelle nach dem nationalen Recht der Mitgliedstaaten der Europäischen Union (vgl. auch Art. 4 Abs. 2 lit. e) der Übernahmerichtlinie).

<sup>24</sup> § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG; vgl. auch Art. 5 Abs. 1 Satz 1 der Übernahmerichtlinie. Die Verpflichtung zur Abgabe eines Übernahmeangebots entfällt lediglich, wenn die Kontrolle über die Zielgesellschaft aufgrund eines öffentlichen Übernahmeangebots erworben wird oder eine Befreiung der BaFin vorliegt (§§ 35 Abs. 3, 37 WpÜG).

<sup>25</sup> Sofern im Folgenden verkürzt auf (öffentliche) Übernahmen abgestellt wird, meint dies öffentliche Übernahmen nach dem WpÜG.

<sup>26</sup> Die Insiderverbote gelten nunmehr auch für Finanzinstrumente, die ausschließlich in multilateralen (s. dazu die Definition in Art. 4 Abs. 1 Nr. 22 der Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349 ff. [im Folgenden MiFID II]) oder organisierten (s. dazu die Definition in Art. 4 Abs. 1 Nr. 23 MiFID II) Handelssystemen gehandelt werden bzw. deren Wert von einem solchen Instrument abhängt (Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. b) bis d) MAR und Erwägungsgrund 8 der MAR). In Deutschland fanden die Insiderverbote – in überschießender Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003 – zwar schon vor Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung auch auf den Handel im Freiverkehr Anwendung (§ 12 WpHG a. F.), nicht jedoch auf den Handel in anderen multilateralen oder in organisierten Handelssystemen. Obwohl das WpÜG die Zulassung der Wertpapiere der Zielgesellschaft an einem organisierten Markt – wozu multilaterale (MTF) und organisierte Handelssysteme (OTF) nicht zählen – voraussetzt, führt die Erweiterung des sachlichen Anwendungsbereichs des Insiderrechts zu einer Zunahme insiderrechtlich relevanter Sachverhalte, da sie den Kreis der Bietergesellschaften vergrößert, auf die sich eine Insiderinformation beziehen kann. Überdies erstreckt die Marktmissbrauchsverordnung die Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen auf Emittenten an multilateralen und organisierten Handelssystemen (Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 3 MAR), so dass auch insofern die Identifikation von Insiderinformationen einen Bedeutungszuwachs erfahren hat. Zur Ausweitung des sachlichen Anwendungsbereichs der Marktmissbrauchsverordnung etwa *Hopt/Kumpfan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb., § 107 Rn. 10.

<sup>27</sup> Zum Öffentlichkeitskonzept der Marktmissbrauchsverordnung Drittes Kapitel § 5 I.2.c) bb), S. 78.

rechtlichen Sanktionen und Maßnahmen bei Verstößen gegen die Insiderverbote die Bedeutung der Einhaltung insiderrechtlicher Vorgaben.<sup>28</sup>

Aus dem „Übernahme-Blickwinkel“ folgt die besondere Relevanz aus der Zunahme öffentlicher Übernahmen. Die anhaltende Niedrigzinspolitik der bedeutendsten Zentralbanken erleichtert die Fremdfinanzierung von Übernahmen. Des Weiteren ist der Streubesitzanteil an börsennotierten Aktiengesellschaften angestiegen<sup>29</sup> und die Krise im Markt für öffentliche Übernahmen infolge der Finanzkrise der Jahre 2007 und 2008 überwunden.<sup>30</sup>

Die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie schlagen sich, nachdem zunächst ein leichter Übernahmerückgang zu verzeichnen war,<sup>31</sup> in einer erhöhten Übernahmeaktivität nieder.<sup>32</sup> Es ist zu erwarten, dass der Markt aufgrund der durch die Pandemie ausgelösten Umwälzungen den Wert einzelner Gesellschaften unzutreffend einschätzt.<sup>33</sup> Unterbewertete Gesellschaften sind ein begehrtes

---

<sup>28</sup> Bislang verlangte Art. 14 Abs. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003 von den Mitgliedstaaten lediglich, wirksame, verhältnismäßige und abschreckende Maßnahmen gegen die für einen Verstoß gegen die Insiderverbote verantwortlichen Personen zu ergreifen. Nunmehr benennt Art. 30 Abs. 2 MAR konkrete verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen, die den nationalen Behörden als Reaktion auf Verstöße gegen die Insiderverbote des Art. 14 MAR zur Verfügung stehen müssen. Verstößt eine natürliche Person gegen die Insiderverbote, droht ihr eine Geldbuße von bis zu fünf Millionen Euro (Art. 30 Abs. 2 Unterabs. 1 lit. i) (i) MAR). Bei Verstößen juristischer Personen ist eine Geldbuße von bis zu 15 Millionen Euro oder 15 % des jährlichen (Konzern-)Gesamtumsatzes der juristischen Person möglich (Art. 30 Abs. 2 Unterabs. 1 lit. j) (i) MAR). Dies bedeutet eine drastische Erhöhung des bisherigen Maximalbetrages von 200.000 Euro für (vorsätzliche oder leichtfertige) Verstöße gegen das Weitergabeverbot (§ 39 Abs. 2 Nr. 3 und Nr. 4 i. V. m. Abs. 4 WpHG a. F.) um den Faktor 25 für natürliche Personen und um (mindestens) den Faktor 75 für juristische Personen. Zudem verpflichtet die Marktmissbrauchsverordnung die Mitgliedstaaten zur Schaffung wirksamer Meldemechanismen (Art. 32 MAR) und zur Veröffentlichung verhängter Sanktionen und ergriffener Maßnahmen einschließlich der Identität aller verantwortlichen Personen (sog. *naming and shaming*, Art. 34 MAR). Die Verschärfung der Sanktionen bedingt hohe Haftungsrisiken für die Akteure einer öffentlichen Übernahme, vgl. auch *Seibt/Kraack*, BKR 2020, 313, 320. Vertiefend von *Buttlar*, EuZW 2020, 598 ff.

<sup>29</sup> *Hirte/Heinrich*, in: KK WpÜG, Einl. Rn. 1 mit Fn. 1 zur Entflechtung der sog. „Deutschland AG“. Jedoch lässt sich eine verstärkte Konzentration internationaler Fondsgesellschaften in den Eigentümerstrukturen deutscher Unternehmen beobachten, *Meier/Schüller/Behling*, CF 2021, 289 ff.

<sup>30</sup> *Schiessl*, in: *Liber amicorum Winter*, 2011, S. 569, 570.

<sup>31</sup> 18 Übernahmeangeboten nach dem WpÜG im Jahr 2019 (BaFin, Jahresbericht 2019, S. 108 f. [abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl\\_jb\\_2019.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=7](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl_jb_2019.pdf?__blob=publicationFile&v=7), letzter Zugriff: 23.09.2023]) stehen lediglich 15 Übernahmeangebote nach dem WpÜG im Jahr 2020 gegenüber (BaFin, Jahresbericht 2020, S. 101 [abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl\\_jb\\_2020.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Jahresbericht/dl_jb_2020.html), letzter Zugriff: 23.09.2023]); dies im Wesentlichen auf die COVID-19-Pandemie zurückführend *Hasselbach/Stepper*, BB 2021, 771.

<sup>32</sup> Etwa *Fehr*, Investoren und Strategen kaufen wie wild Unternehmen, FAZ vom 17.07.2021, S. 23.

<sup>33</sup> *Schirmmacher/Hildebrandt*, AG 2021, 220. Zu den Herausforderungen durch die COVID-19-Pandemie für die Unternehmensbewertung *Castedello/Tschöpel*, WPg 2020, 914 ff.; *Boos*, DS 2021, 73 ff.

Ziel von Übernahmen.<sup>34</sup> Trotz des COVID-19-Insolvenzaussetzungsgesetzes (COVInsAG)<sup>35</sup> ist zudem mit einer Zunahme öffentlicher Übernahmen zum Zwecke der Sanierung der Zielgesellschaft zu rechnen.<sup>36</sup>

## § 2 Forschungsstand, Ziel und Gang der Untersuchung

### *I. Forschungsstand und Ziel der Untersuchung*

Die Marktmissbrauchsverordnung lässt den Begriff der Insiderinformation sowie die Anforderungen an eine Nutzung und an eine Offenlegung<sup>37</sup> von Insiderinformationen im Wesentlichen unverändert.<sup>38</sup> Gleichwohl ergeben sich zahlreiche Fragen im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen nach dem WpÜG. Das liegt auch daran, dass sowohl eine Vielzahl der unter Geltung der Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003 diskutierten Fragen für die aktuelle Rechtslage von Bedeutung bleiben oder sogar einen Bedeutungszuwachs zu verzeichnen haben als auch weiterhin auf die umfangreiche, interpretationsbedürftige Judi-

<sup>34</sup> Schirmacher/Hildebrandt, AG 2021, 220.

<sup>35</sup> Gesetz zur vorübergehenden Aussetzung der Insolvenzantragspflicht und zur Begrenzung der Organhaftung bei einer durch die COVID-19-Pandemie bedingten Insolvenz (COVID-19-Insolvenzaussetzungsgesetz – COVInsAG) vom 27. März 2020, BGBl. 2020 I, S. 569 ff.

<sup>36</sup> Mit einer Zunahme von *Distressed-M&A*-Transaktion rechnen rund 83 % der Teilnehmer einer Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Deloitte (*Deloitte, Distressed M&A-Studie 2021*, S. 22, abrufbar unter [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/finance/Deloitte\\_Distressed\\_M\\_and\\_A\\_2021.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/de/Documents/finance/Deloitte_Distressed_M_and_A_2021.pdf) [letzter Zugriff: 23.09.2023]); vgl. auch Krause/Uwase/Lasar, BB 2021, 1730, 1737. Bei Sanierungsabsicht ist indes eine Befreiung von der Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots möglich (§ 31 WpÜG i. V. m. § 9 Satz 1 Nr. 3 der Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots [WpÜG-Angebotsverordnung]). Weiterführend zum COVID-19-Insolvenzaussetzungsgesetz etwa Lütcke/Holzmann/Swierczok, BB 2020, 898 ff.; vertiefend zu *Distressed M&A* statt vieler Fröhlich/Bächstädt, in: Buth/Hermanns, Restrukturierung, § 22 m. w. N. Zudem ist in Reaktion auf die COVID-19-Pandemie eine Befreiung von der Verpflichtung zur Abgabe eines Pflichtangebots bei Kontrollerwerb des Bundes, des Wirtschaftsstabilisierungsfonds oder ihrer jeweiligen Tochtergesellschaften im Zusammenhang mit Stabilisierungsmaßnahmen nach dem Stabilisierungsfondsgesetz vorgesehen (§ 14 Abs. 1 des Gesetzes zur Beschleunigung und Vereinfachung des Erwerbs von Anteilen an sowie Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors durch den Fonds „Finanzmarktstabilisierungsfonds – FMS“ und der Realwirtschaft durch den Fonds „Wirtschaftsstabilisierungsfonds – WSF“ [Wirtschaftsstabilisierungsbeschleunigungsgesetz – WStBG] vom 17. Oktober 2008, BGBl. 2008 I, S. 1982 ff.)

<sup>37</sup> Der Begriff der Offenlegung fasst das Mitteilen und das Zugänglichmachen von Insiderinformationen im Sinne des § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG a. F. zusammen.

<sup>38</sup> Klöhn, AG 2016, 423 bezeichnet die Auswirkungen der Marktmissbrauchsverordnung im Bereich des Insiderverbots treffend als „Evolution statt Revolution“.

katur des EuGH zur Auslegung und Anwendung des Insiderrechts zurückzugreifen ist.<sup>39</sup>

Der generalklauselartige Tatbestand der Insiderinformation wirft seit seiner Einführung durch die Insiderrichtlinie von 1989<sup>40</sup> zahlreiche Auslegungsfragen auf, die sich angesichts der inhaltlichen Konstanz<sup>41</sup> größtenteils auch unter Geltung der Marktmissbrauchsverordnung stellen.<sup>42</sup>

So herrschte vor der Reform durch die Marktmissbrauchsverordnung Uneinigkeit darüber, wann eine Insiderinformation öffentlich bekannt ist.<sup>43</sup> Der deutsche Gesetzgeber<sup>44</sup> und dem folgend die ganz herrschende Meinung sprachen sich für das Konzept der (bloßen) Bereichsöffentlichkeit aus, das die Möglichkeit der Kenntnisnahme durch professionelle und institutionelle Anleger genügen lässt.<sup>45</sup> Jedoch bestanden Zweifel an der Vereinbarkeit dieses Konzepts

<sup>39</sup> Für die vorliegende Untersuchung von Bedeutung sind primär folgende Entscheidungen des EuGH: EuGH, Urt. v. 22.11.2005 – C-384/02, NJW 2006, 133 ff. (Grøngaard und Bang) zur Rechtmäßigkeit der Offenlegung von Insiderinformationen; EuGH, Urt. v. 23.12.2009 – C-45/08, BKR 2010, 65 ff. (Spector Photo Group) zur Nutzung einer Insiderinformation; EuGH, Urt. v. 28.06.2012 – C-19/11, NJW 2012, 2787 ff. (Geltl) zu Insiderinformationen über Zwischenschritte zeitlich gestreckter Vorgänge und zur Präzision einer zukunftsbezogenen Information; EuGH, Urt. v. 11.03.2015 – C-628/13, NZG 2015, 432 ff. (Lafonta) zur Präzision einer Information, die ein Steigen oder Fallen der Kurse erwarten lässt (unklare Richtung der Kursveränderung).

<sup>40</sup> Im deutschen Rechtsraum fand sich bereits in Ziff. 1 der Insiderhandels-Richtlinien der Börsensachverständigenkommission von 1970 eine Umschreibung des Begriffs der Insiderinformation („vertrauliche[r] Informationen, die von Einfluß auf die Bewertung der Insiderpapiere sein können [...]“).

<sup>41</sup> Der Wortlaut des Tatbestands der Insiderinformation in Art. 1 Nr. 1 der Insiderrichtlinie von 1989, Art. 1 Nr. 1 der Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003 und Art. 7 Abs. 1 lit. a) MAR ist nahezu identisch.

<sup>42</sup> Überblick über die bei der Auslegung in Einklang zu bringenden Interessen etwa bei *Spatz*, Die Insiderinformation bei Unvorhersehbarkeit der Richtung der Kursänderung, 2019, S. 23 f.

<sup>43</sup> Vgl. nur *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG, § 13 Rn. 33 m. w. N. Zum Öffentlichkeitskonzept des § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG a. F. Drittes Kapitel § 5 I.2.c)aa), S. 77.

<sup>44</sup> Begr. RegE 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 46.

<sup>45</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schneider*, WpHG, § 13 Rn. 34; *Mennicke/Jakovou*, in: *Fuchs*, WpHG, § 13 Rn. 81; *Ritz*, in: *Just/Voß/Ritz/Becker*, WpHG, § 13 Rn. 109; *Schwark/Kruse*, in: *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl., § 13 WpHG Rn. 30 ff.; *Hopt*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Hdb., 4. Aufl., § 107 Rn. 25; *Rothenhöfer*, in: *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Rn. 3.489; *Lösler*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Hdb. Kapitalmarktinformation, 2. Aufl., § 2 Rn. 50; *Hilgendorf*, in: *Park*, Kapitalmarktstrafrecht, 3. Aufl., § 13 Rn. 96; *Schröder*, Hdb. Kapitalmarktstrafrecht, 3. Aufl., Rn. 173; *Schröder*, in: *Achenbach/Ransiek/Rönnau*, Hdb. Wirtschaftsstrafrecht, 4. Aufl., 2. Kap. Rn. 142; *Panaris*, in: *MüKo StGB*, 2. Aufl., § 38 WpHG Rn. 5; *Fleischer/Schmolke*, AG 2007, 847; vgl. auch § 5 Satz 1 Nr. 1 Wertpapierhandelsanzeigeverordnung a. F.; a. A. (für Konzept der breiten Öffentlichkeit) *Lücker*, Der Straftatbestand des Missbrauchs von Insiderinformationen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), 1998, S. 60; *Assmann*, AG 1994, 237, 252. Zu den inkonsistenten Ausführungen der BaFin zu § 13 Abs. 1 Satz 1 WpHG a. F. (etwa BaFin, Emittentenleitfäden, 4. Aufl., S. 34 unter III.2.1.2), die in vielen Fallgruppen trotz Bekennnisses zum Konzept der Bereichsöffentlichkeit verlangte, dass die Information der breiten Öff-



mit den europäischen Vorgaben,<sup>46</sup> die angesichts der unmittelbaren Anwendbarkeit der Marktmissbrauchsverordnung nunmehr durchdringen könnten.

Im Hinblick auf das Erfordernis der Kursrelevanz waren die Anforderungen an den verständigen Anleger umstritten,<sup>47</sup> dessen Perspektive nach Art. 7 Abs. 4 Unterabs. 1 MAR maßgeblich bleibt. Ferner herrschte Uneinigkeit darüber, wie wahrscheinlich eine Änderung des Börsen- oder Marktpreises aus der Ex-ante-Perspektive eines verständigen Anlegers sein muss.<sup>48</sup> Die Lafonta-Entscheidung des EuGH<sup>49</sup> hat die Frage aufgeworfen, ob an dem Erfordernis eines Handelsanreizes festzuhalten ist.<sup>50</sup> Die Marktmissbrauchsverordnung äußert sich nicht explizit zu diesen Kontroversen. Dass auch unter ihrer Geltung Unsicherheit in Bezug auf die Eignung einer Information zur erheblichen Kursbeeinflussung besteht, offenbart eine Umfrage unter börsennotierten Aktiengesellschaften zwei Jahre nach Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung, in der sich 73 % der Befragten Präzisierungen wünschen.<sup>51</sup>

Darüber hinaus war nach alter Rechtslage die insiderrechtliche Beurteilung zukünftiger Umstände und von Zwischenschritten eines gestreckten Vorgangs streitig. Auch die in diesem Zusammenhang bestehenden Fragen dürften durch die Marktmissbrauchsverordnung nicht an Aktualität eingebüßt haben, wie der

---

fentlichkeit bekannt sei, und teilweise die Bereichsöffentlichkeit mit der breiten Öffentlichkeit gleichsetzte, *Klöhn*, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, Art. 7 Rn. 125; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Hdb., § 107 Rn. 52.

<sup>46</sup> *Grundmann*, Europäisches Schuldvertragsrecht, 1996, 4.21 Rn. 33; *Heinze*, Europäisches Kapitalmarktrecht, 1999, S. 296; *Möllers*, ZBB 2003, 390, 393 f.; *Klöhn*, in: KK WpHG, § 13 Rn. 135 und § 5 WpAIV Rn. 2 ff.; *Klöhn*, Kapitalmarkt, Spekulation und Behavioral Finance, 2006, S. 172; *Klöhn*, AG 2016, 423, 426 f.

<sup>47</sup> § 13 Abs. 1 Satz 2 WpHG a.F. (in Umsetzung des Art. 1 Abs. 2 der Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABl. L 339 vom 24.12.2003, S. 70 ff. [im Folgenden: Durchführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003]). Konzise Zusammenfassung des Streitstands vor Geltung der Marktmissbrauchsverordnung bei *Klöhn*, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, Art. 7 Rn. 268–270; s. auch *Assmann*, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 13 Rn. 57 f. m. w. N.

<sup>48</sup> Überblick über den Meinungsstand bei *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs, WpHG, § 13 Rn. 136 f. m. w. N.

<sup>49</sup> EuGH, Urt. v. 11.3.2015 – C-628/13, NJW 2015, 1663, 1664 f. Rn. 34 (Lafonta).

<sup>50</sup> Zusammenfassung der Diskussion bei *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, Art. 7 VO (EU) 596/2014 Rn. 185 m. w. N. Dazu Drittes Kapitel § 5 I.2.b)cc), S. 73 ff.

<sup>51</sup> Deutsches Aktieninstitut/Hengeler Mueller, Zwei Jahre EU-Marktmissbrauchsverordnung. Erfahrungen der Emittenten (Stand: 31.08.2018), S. 8 f., abrufbar unter [https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/studien/181212%20Studie%2020%20Jahre%20Marktmissbrauchsverordnung%20Web.pdf](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/181212%20Studie%2020%20Jahre%20Marktmissbrauchsverordnung%20Web.pdf) (letzter Zugriff: 23.09.2023). Dass die zwischenzeitlich veröffentlichte Aktualisierung des Emittentenleitfadens der BaFin die Präzisierungswünsche befriedigt, steht angesichts der fehlenden Systematisierung kursrelevanter Informationen zu bezweifeln (BaFin, Emittentenleitfaden, Modul C, Stand: 25.03.2020, I.2.1.4.2 [S. 12 f.]).

## Register

- Ad-hoc-Publizitätspflicht 421
  - Exklusivität 255–257
  - Sperrwirkung 255–257
- Alongside purchase 147, 229, 243, 341
- Änderungsvorbehalt 228–230
- Angebot, konkurrierendes 49, 298 f.
- Angebotspreis 45, 96 f., 235, 244, 276, 331, 333
- Angebotsunterlage 48, 88 f., 175, 183 f., 252–259, 273
- Anleger, verständiger 68 f., 71
- Anlegerschutz 26 f.
- Anlegervertrauen 23 f., 27
- Art. 9 Abs. 4 MAR
  - Zweck 236
  - Erfasste Insiderinformationen 239 f.
  - Erwerb der Insiderinformation im Zuge der Übernahme 241 f.
  - Historie 236 f.
  - Persönlicher Anwendungsbereich 237 f.
  - Privilegierte Transaktionen 242 f.
  - Sachlicher Anwendungsbereich 238–243
  - Sperrwirkung 227 f.
  - Verlust des Insiderinformationscharakters 243–281
- Aufdrängen von Insiderinformationen 355–358
- Aufklärungspflicht, vorvertragliche 146–148, 221
- Aufschubentscheidung 256, 422
- Auftrag
  - ~änderung 201 f., 232–234, 281–285
  - ~sstornierung 201 f., 232–234, 281–285
- Automatisierung 263 f., 430–432
- Berater 161–169, 291–294
- Bereichsöffentlichkeit 9, 77 f., 254 f.
- Beteiligungsaufbau *siehe* stakebuilding
- Bieter, konkurrierender 39, 294–300, 352–354, 397–406
- COVID-19-Pandemie 7 f.
- Datenraum 315, 337 f.
- Dilemma des Bieters 244–268
- Dritte 406–408
- Due Diligence 43–48, 111 f., 307–354
  - Black-Box-Struktur 259–262
  - Einbeziehung Dritter 259–263
  - Einsatz eines Clean Teams 264 f.
  - Filtern des Datensatzes 262 f.
  - Maschinelle Durchführung 263 f.
  - Pakettransaktion 390–394
- Efficient Capital Market Hypothesis (ECMH) 19 f.
- Einigungswille 110
- Emittentenbezug 94 f.
- Empfehlungsverbot 336–340
- Equal access 26
- Erfüllungsgehilfe 376–381
- Erwerb eigener Aktien 359–371
- EU Listing Act 421–430
- Exklusivitätsvereinbarung 112, 324
- Face-to-face-Ausnahme 12, 219–225, 231 f., 282, 303–305, 364 f., 381, 394 f., 401
- Finanzinstrumentbezug 94 f.
- Fundamentalwert 24 f., 63 f., 67, 70, 96–99
- Funktionsschutz 22–26

- Gegenangebot 371–375  
 Gegenleistung 62, 142, 211 f., 216, 252 f., 266 f., 273 f., 276  
 Geldl-Entscheidung 11, 32, 56–60, 70 f., 102 f.  
 Gemeinsam mit dem Bieter handelnde Personen 171–177, 238, 376–381  
 Gleichbehandlung, informationelle 321–323  
 Grøngaard-und-Bang-Entscheidung 12 f., 124 f., 129, 133–136, 180–183
- Handeln gegen die Indikation der Insiderinformation 231 f., 235, 282  
 Handelsanreiz 73–75, 260 f.  
 Handelsverbot  
 – Bieter 196–285  
 – Kenntnis des Handelsanreizes 260 f.  
 – Verfügen über eine Insiderinformation 260 f.  
 – Zielgesellschaft 358–375  
 Handlung, legitime 214–218  
 – Art. 9 Abs. 1 MAR 214 f., 316–318  
 – Art. 9 Abs. 4 MAR 215–217, 235–281, 341 f.  
 – Art. 9 Abs. 5 MAR 217 f., 398 f.  
 Handlungszurechnung 122
- Information  
 – overload 56, 268 f.  
 – handelsbezogene 67, 69, 99  
 – ~sarbitragemodell 20 f.  
 – ~seffizienz 23  
 – ~shändler 20 f., 24, 27  
 – ~spflicht, vertragliche 128  
 – ~sverbreitungsmedium 83 f., 86 f.  
 – wertbezogene 67–69  
 – Wertschätzungs~ 67 f., 98 f.  
 Insiderfälle 130, 244–268, 277  
 Insiderinformation  
 – Drittbezug 54 f., 122  
 – fremde 116, 143–161, 222–224, 287 f., 320, 381, 390–394, 405 f., 432  
 – Nutzung 11 f., 202–207  
 – positive 269–271  
 – übernahmeabhängige 2 f.
- übernahmeunabhängige 2, 143–161, 166–168, 175 f., 293 f.  
 – Veröffentlichung durch den Bieter 252–259  
 – Verzicht auf den Verlust der Insiderinformationsqualität 272–281  
 Intelligenz, künstliche 309, 430–432  
 Irrevocable undertaking 177, 191, 213, 225
- Kenntnisnahme des Offenlegungsadressaten 120 f.  
 Kommunikation, unternehmensinterne 116–161, 286–290  
 Kontrollschwelle 86 f., 211 f., 221  
 Kurseffekt, negativer 326 f., 332 f.  
 Kursrelevanz  
 – derivative 106–108  
 – originäre 106–108
- Lafonta-Entscheidung 10, 64–66, 74  
 Letter of Intent 110, 333  
 Liquiditätsanbieter 25 f.  
 Low balling 96
- MAR Review 419 f.  
 Market approach 76  
 Marktsondierung 177–189, 397, 429  
 Masterplan-Ausnahme 225–231, 266, 282, 357, 370, 373, 375, 395, 401  
 Meldeschwelle 42, 209–212  
 Mitarbeiter 116–161, 286–290
- Nutzungsvermutung 34, 158, 206 f., 282
- Offenlegung 118–123  
 – durch juristische Person 122  
 – Gegenstand 183–186  
 – Rechtmäßigkeit 123–138  
 – ~sadressat 120  
 – ~sinteresse einer Aktiengesellschaft 131 f.  
 – Unerlässlichkeit 133–136  
 Offenlegungsverbot  
 – Beurteilungsspielraum 136  
 – Bieter 115–196

- Verfügen über eine Insiderinformation 117
- Zielgesellschaft 286–358
- Pac man defense 371–375
- Paketerwerbsabsicht 385
- Paketgröße 333, 348–350, 393
- Pakettransaktion 150 f., 315, 325 f., 382–396
- Paketverkaufsabsicht 383–385
- Primärinsider 198, 407
- Probability/Magnitude-Formel 70 f.
- Public access approach 76
- Schutz der Angebotsadressaten 273–275
- Sekundärinsider 198, 205–207, 406 f.
- Selbstregulierung 29 f.
- Shareholder-value-Ansatz 131 f.
- Soziale Medien 84
- Spector-Entscheidung 12, 34, 206 f., 244
- Spector-Vermutung 206 f.
- Sperrwirkung 11, 255–257
  - Art. 9 Abs. 4 MAR 227 f.
  - auf Konkurrenzebene 102 f.
  - auf Kursrelevanzebene 103–106
- Stakebuilding 42, 197–234, 208–210, 398–405
- Stakeholder-value-Ansatz 131
- Stellungnahme der Zielgesellschaft 273–275
- Stornierungsvorbehalt 228–230
- Übernahmeangebot, feindliches 36 f.
- Übernahmeangebot, freundliches 36 f.
- Übernahmeprämie 96 f.
- Utilitätshändler 20
- Veränderung der Beteiligungsstruktur 97 f.
- Veränderung der Orderlage 99
- Veranlassung der Zielgesellschaft zur Ad-hoc-Veröffentlichung 247–249
- Veranlassung von Aufsichtsmaßnahmen der BaFin 251
- Verbündete im Verteidigungskampf, 300–306
- Verleittungsverbot 264, 336–340
- Verlust des Insiderinformationscharakters
  - Anforderungen an die Veröffentlichung 244 f.
  - Verzicht 272–281
  - Zeitpunkt 244 f.
- Veröffentlichung 84, 118 f., 257 f.
  - Verhältnis zur Offenlegung 118 f.
  - der Angebotsunterlage 88 f., 112
  - der Entscheidung zur Abgabe eines Übernahmeangebots 86 f.
- Veröffentlichungsaufschub
  - Ende der Berechtigung 249 f.
  - Verhältnis zum Verlust der Insiderinformationsqualität 277 f.
  - Verzicht auf 248
- Veröffentlichungspflicht
  - der Zielgesellschaft 251 f., 267–271
  - übernahmerechtliche 193–196
- Verschwiegenheitsvereinbarung 46 f., 110, 126 f., 129, 144 f., 148–154, 159 f., 222 f., 253 f., 257 f., 310, 346 f., 389
- Verschwiegenheitsverpflichtung, gesetzliche 126, 222
- Vertraulichkeitsvereinbarung, *siehe* Verschwiegenheitsvereinbarung
- Voraberwerb 42, 197–234, 398–405
- Warehousing 171, 197, 334 f.
- Wartefrist 84 f.
- Wasserstandsmeldung 89
- White knight, *siehe* Bieter, konkurrierender
- Wissenszurechnung 198 f.
- Wissenszusammenrechnung 117, 199, 264
- Zwischenschritt 11, 101–114, 421, 423–428

