

Robin Misterek

Insiderrechtliche Fragen bei Unternehmensübernahmen

Heft 152

Mai 2018

Insiderrechtliche Fragen bei Unternehmensübernahmen

Transaktionsbezogene Nutzung und Offenlegung von
Insiderinformationen unter der Marktmissbrauchsverordnung

Von

Robin Misterek

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg

Robin Misterek ist Student der Rechtswissenschaften an der Juristischen und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg und Student des postgraduellen Studiengangs Master of Business Law and Economic Law am Institut für Wirtschaftsrecht der Martin-Luther-Universität.

Christian Tietje/Gerhard Kraft/Christoph Kumpan (Hrsg.), Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, Heft 152

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet unter <http://www.dnb.ddb.de> abrufbar.

ISSN 1612-1368 (print)

ISSN 1868-1778 (elektr.)

ISBN 978-3-86829-949-6 (print)

ISBN 978-3-86829-950-2 (elektr.)

Schutzgebühr Euro 5



Die Hefte der Schriftenreihe „Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht“ finden sich zum Download auf der Website des Instituts bzw. der Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht unter den Adressen:

<http://institut.wirtschaftsrecht.uni-halle.de/de/node/23>

<http://telc.jura.uni-halle.de/de/node/23>

Institut für Wirtschaftsrecht
Forschungsstelle für Transnationales Wirtschaftsrecht
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Universitätsplatz 5
D-06099 Halle (Saale)
Tel.: 0345-55-23149 / -55-23180
Fax: 0345-55-27201
E-Mail: ecohal@jura.uni-halle.de

INHALTSVERZEICHNIS

A. Einleitung	5
B. Insiderrechtliche Verbotstatbestände der MAR	5
I. Insiderinformation.....	5
1. Präzise Information	6
2. Nicht öffentlich bekannt.....	7
3. Bezug zu Emittent oder Finanzinstrument	7
4. Kurserheblichkeit	8
II. Tätigkeit eines Insidergeschäfts	10
III. Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen	12
C. Insiderinformationen bei Unternehmensübernahmen.....	13
I. Vorbereitungsphase	14
1. Erste Absichten und Pläne zur Abgabe eines Angebotes	14
2. Vertraulichkeitsvereinbarungen.....	18
3. Due Diligence	20
4. Stake Building und Irrevocable Undertakings.....	22
5. Business Combination Agreement	24
II. Entscheidungsphase.....	25
1. Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebotes.....	25
2. Angebotsinhalte.....	25
III. Angebots- und Annahmephase.....	25
IV. Integrationsphase.....	26
D. Insidergeschäfte im Rahmen von Unternehmensübernahmen	27
I. Verwendung des eigenen Erwerbsschlusses	27
II. Stake Building und Irrevocable Undertakings	28
1. Face-to-face-Geschäfte	28
2. Masterplan-Theorie.....	29
3. Fälle von besonderer Relevanz.....	32
III. Verwendung von Insiderinformationen bei der Angebotsgestaltung.....	33
IV. Verstöße beim Dual-Track-Verfahren.....	34
V. Private Verwendung durch Organmitglieder und Mitarbeiter	35
VI. Verwendung durch andere Erwerber.....	35
VII. Verwendung entgegen der prognostizierten Kursentwicklung	35
E. Offenlegung von Insiderinformationen im Rahmen von Unternehmensübernahmen	36
I. Durch die Zielgesellschaft.....	36
1. An den Erwerber	36
2. An konkurrierende Erwerber.....	38
3. An Aktionäre.....	40
4. An Betriebsinterne und -externe	43
II. Durch Aktionäre	44
III. Durch den Bieter.....	46
1. An die Zielgesellschaft.....	46
2. An Aktionäre.....	47
3. An andere Erwerber	48

4. An Betriebsinterne und -externe	49
F. Resümee.....	50
Schrifttum	51

A. Einleitung

Das Insiderrecht befindet sich wie kaum ein anderes Rechtsgebiet im regulatorischen Wandel. Seit dem 3.7.2016 beansprucht nun die Marktmissbrauchsverordnung¹ (MAR) unmittelbare Geltung in allen EU-Staaten und löst damit die bisher im deutschen WpHG umgesetzte Richtlinie 2003/6/EG² (MAD) ab. Flankiert wird diese Entwicklung von der umfangreichen Rechtsprechung des EuGH. Damit ist das inzwischen nahezu vollharmonisierte Insiderrecht ein Sinnbild für die europäische Finanzintegration auf dem Weg zu einer Kapitalmarktunion.

Besondere Relevanz erlangen diese Veränderungen im Rahmen von Unternehmensübernahmen. Die Komplexität solcher Geschäfte und deren Bedeutung am Markt bringen eine außerordentliche Vielzahl von Insiderinformationen hervor. Allerdings leben Akquisitionen geradezu von Kommunikationsflüssen und ihrer Auswertung, woraus das hohe Bedürfnis resultiert, geheimes Wissen zu nutzen oder weiterzugeben. Daher sind öffentliche Übernahmen seit jeher ein Kernfeld insiderrechtlicher Probleme und Entscheidungen. Dieses Spannungsverhältnis soll im Folgenden näher beleuchtet werden.

Dafür ist zunächst zu untersuchen, wie das neue Recht die Insiderinformation definiert und welche Straftatbestände an sie geknüpft sind. Die dabei entwickelten Erkenntnisse werden anschließend auf die Übernahmepraxis übertragen, indem detailliert herausgearbeitet wird, wann im Laufe einer Transaktion Insiderinformationen entstehen. Die ausführliche Erörterung der Schlüsselfrage, bei welchen Handlungen eine Nutzung oder Offenlegung derselben strafbar ist, soll die Betrachtung sodann beschließen.

B. Insiderrechtliche Verbotstatbestände der MAR

I. Insiderinformation

Zentrale Voraussetzung aller Verbotstatbestände der MAR ist das Vorliegen einer Insiderinformation. Art. 7 I lit. a MAR definiert diese als nicht öffentlich bekannte präzise Information, welche direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Auf diese Tatbestandsmerkmale soll im Folgenden gesondert eingegangen werden.

¹ 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. EG Nr. L 173/1.

² Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 096/16.

1. Präzise Information

Zunächst bedarf es einer präzisen Informationslage. Gem. Art. 7 II MAR kann man von einer solchen ausgehen, wenn Umstände oder Ereignisse indiziert werden, die bereits eingetreten sind oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft eintreten werden. Außerdem müssen die Informationen spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die möglichen Kursauswirkungen der betroffenen Finanzinstrumente bzw. deren Derivate zu erlauben. Es handelt sich also um ein sehr weit gefasstes Merkmal, das jede hinreichende Grundlage für eine Einschätzung des künftigen Börsen- oder Marktpreises ausreichen lässt.³ Irrelevant ist dabei, ob schon eine Richtung der Kursentwicklung ablesbar ist.⁴ Außerdem macht der Terminus *Information* im Vergleich zum früher im deutschen Recht verwendeten Begriff der *Insider Tatsache* deutlich, dass Umstände jeder Art, also auch überprüfbare Prognosen, Meinungen oder Absichten erfasst sein können.⁵

Darüber hinaus stellt Art. 7 II 2, III MAR neuerdings ausdrücklich klar, dass auch Zwischenschritte eines zeitlich gestreckten Vorgangs Insiderinformationen sein können, sofern sie für sich genommen, die hier erläuterten Kriterien erfüllen. Damit erhält das *Geltl/Daimler*-Urteil kodifizierten Gesetzesrang.⁶ In diesem hatte der EuGH⁷ der deutschen Rechtsprechung⁸, nach welcher das Bestehen eines Endpunktes in mehrstufigen Entscheidungsprozessen eine Sperrwirkung hinsichtlich des Insidercharakters der einzelnen Etappen entfalten sollte, eine klare Absage erteilt. Art. 7 I MAR kann nunmehr also auch von jeder Handlung im Vorfeld einer Unternehmensübernahme eigens erfüllt werden.

Präzise ist gem. Art. 7 II 1 MAR schließlich auch ein künftiges Ereignis, falls sein Eintritt vernünftigerweise erwartet werden kann. Vernünftig dürfte eine solche Annahme aber erst sein, wenn sie bei Abwägung aller Umstände sowie der Erfahrungswerte aus vergangenen Ereignissen überwiegend, also zu mehr als 50%, wahrscheinlich ist.⁹

³ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 43; vgl. auch zur alten Rechtslage: BaFin Emittentenleitfaden 2013, III.2.1.1, S. 32 f.

⁴ EuGH, Rs. C-628/13, *Lafonta*, NZG 2015, 432; in Übertragung auf die MAR: *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 43; ausführliche ökonomische Begründung durch *Klöhn*, NZG 2015, 809; zustimmend *Kumpan*, EuZW 2015, 387 (390); kritisch *Zetzsche*, in: Gebauer/Teichmann (Hrsg.), EnzEuR, Bd. 6, § 7 C, Rn. 121.

⁵ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 44; vgl. auch *Franke/Schulenburg*, in: Unmuß (Hrsg.), Corporate Compliance Checklisten, Kap. III, Rn. 72; schon zu altem Recht: BGH ZIP 2013, 1165 (1167); *Wehowsky*, in: Erbs/Kohlhaas (Begr.), Strafrechtliche Nebengesetze, Bd. 2, § 13 WpHG, Rn. 4.

⁶ *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (597); *Langenbacher*, NZG 2013, 1401 (1404).

⁷ EuGH, Rs. C-19/11, *Geltl*, EuZW 2012, 708.

⁸ BGH ZIP 2008, 639 (641); OLG Stuttgart NZG 2009, 624, (626 f.); *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 13 WpHG, Rn. 10a; a.A. schon damals wie der EuGH die Lehre vom Endbezugspunkt ablehnend: OLG Frankfurt, ZIP 2009, 563, (564).

⁹ So auch zur MAR: *Poelzig*, NZG 2016, 528 (532); *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 45; *Klöhn*, AG 2016, 423, (428). Das *Geltl*-Urteil nimmt hierzu nicht ausdrücklich Stellung, wurde jedoch fast einheitlich in gleicher Weise ausgelegt, vgl. dazu: *Bingel*, AG 2012, 685 (689); *Hitzer*, NZG 2012, 860 (862); *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837 (2838); *Wilsing/Goslar*, DStR 2012, 1709 (1711); BGH ZIP 2013, 1165 (1169); a.A. *Möllers/Seidenschwann*, NJW 2012, 2762 (2763) - (eine mathematisch genaue Grenze bei 50% ablehnend, allerdings ohne eine Alternative vorzuschlagen); ebenso *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 290; *Ihrig*,

Somit können Ereignisse vor Abgabe eines Übernahmeangebotes in zweierlei Hinsicht Insiderinformationen begründen: Einerseits als selbstständiger Zwischenschritt und andererseits als Indikator für die bevorstehende Transaktion.¹⁰

2. *Nicht öffentlich bekannt*

Kann eine präzise Information von einer unbestimmten Personenzahl zur Kenntnis genommen und zutreffend eingeschätzt werden, so verfügt sie über keinen Insidercharakter.¹¹ In Abweichung zum WpHG¹² reicht hierfür nach richtiger Auffassung eine bloße Bereichsöffentlichkeit¹³ aber nicht mehr aus.¹⁴

3. *Bezug zu Emittent oder Finanzinstrument*

Die Information hat sich weiterhin auf einen Herausgeber von Wertpapieren oder ein Finanzinstrument zu beziehen. Schon eine indirekte Verknüpfung kann dem ausdrücklich genügen.

in: VGR, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2012, 113 (122) - (fordert eine deutlich überwiegende Wahrscheinlichkeit – dies widerspricht jedoch dem Geltl-Urteil, in welchem der EuGH sich ausdrücklich gegen eine hohe Wahrscheinlichkeit ausgesprochen hat, siehe EuGH, Rs. C-19/11, *Geltl*, EuZW 2012, 708, 710, Rn. 46. Für einen *probability/magnitude*-Test ist nach allen Ansichten in Anbetracht des Geltl-Urteils sowie von Erwägungsgrund 16 MAR kein Raum mehr. Erhältlich im Internet: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=DE>> (besucht am 25.04.2018).

¹⁰ So ausdrücklich zu Zwischenschritten Erwägungsgrund 16 MAR, erhältlich im Internet: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=DE>> (besucht am 25.04.2018).

¹¹ *Kumpan*, DB 2016, 2039 (2042); *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 52.

¹² Vgl. nur *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 13, Rn. 34 f.; *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 13 WpHG, Rn. 128. Schon damals dürfte die Regelung des WpHG allerdings europarechtswidrig gewesen sein, siehe dazu *Klöhn*, a.a.O., Rn. 135.

¹³ Bereichsöffentlichkeit lag schon vor, wenn eine unbestimmte Zahl von Marktteilnehmern von der Information Kenntnis nahm und davon ausgegangen werden konnte, dass diese in den Kurs eingepreist wurde. Nicht erforderlich war, dass eine breite Öffentlichkeit die Information kannte oder kennen konnte (vgl. RegE 2. FFG, BT-Drs. 12/6679, S. 46; *Klöhn*, AG 2016, 423, 426).

¹⁴ *Klöhn*, AG 2016, 423 (426 f.); *Kumpan*, DB 2016, 2039 (2042); *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 52; a.A. *Franke/Schulenburg*, in: Unmuß (Hrsg.), Corporate Compliance Checklisten, Kap. III, Rn. 74; wohl auch *Wuntke/Richter*, in: Frodermann/Jannott (Hrsg.), HB AktR, Kap. 13, Rn. 212 – folgt man der Ansicht, welche die Herstellung einer Bereichsöffentlichkeit für ausreichend erachtet, so würde man das weite Verständnis des Begriffs *public* aus der englischen Version ignorieren (*Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 52). Auch die ESMA fordert eine *dissemination to as wide as possible public* (ESMA/2015/1455, Final Report vom 28.9.2015, S. 43, Rn. 185).

4. Kurserheblichkeit

Letztlich muss der Information noch das Potential zukommen, im Falle ihres Bekanntwerdens den Kurs der Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Damit sollen Bagatellfälle ausgeschlossen werden.¹⁵ Kernfrage muss deshalb gem. Art. 7 IV MAR sein, ob ein verständiger Anleger das Wissen wahrscheinlich bei seiner Anlageentscheidung nutzen würde. Strittig bei Auslegung dieser abstrakten Definition ist indes seit jeher, ab wann man einen Marktteilnehmer als verständig bezeichnen kann.¹⁶ Verschiedene Ansätze sehen hierin den durchschnittlichen,¹⁷ börsenkundigen,¹⁸ oder sogar institutionellen¹⁹ Anleger.²⁰ Diese Auffassungen schaffen aber im Endeffekt wiederum nur neue unbestimmte Begriffe. Vielmehr lohnt es sich, mit Zweck und Geschichte des europäischen Insiderrechts zu argumentieren, denn der Verordnungsgeber hat selbigem gedanklich eine Personifizierung des effizienten Marktes zugrunde gelegt.²¹ Die Beschreibung eines verständigen Investors in Erwägungsgrund 14 MAR als nur tatsächliche Ex-ante-Informationen einbeziehender sowie anhand einer Vielzahl von Faktoren allabwägender Anleger ist letztendlich nämlich nichts anderes als eine Beschreibung der Vielschichtigkeit des rationalen Gesamtmarktes. Auch ist Art. 7 IV MAR fast wortgleich mit dem *US materiality Standard*,²² welcher den *reasonable Investor* ebenfalls als *Alter Ego* des effizienten Kapitalmarkts betrachtet.²³ Diese Perspektive besticht durch ihre Rechtssicherheit, weil subjektiv motivierte irrationale Entscheidungen außer Acht bleiben.²⁴ Die Berücksichtigung unvorhersehbarer Umstände, wie sie vom BGH vorgenommen wird,²⁵ zöge hingegen ein großes Maß an Offenheit und Willkür nach sich,

¹⁵ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 54; noch zum alten Recht: *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 13, Rn. 124.

¹⁶ Vor allem zwischen den Mitgliedsstaaten der EU wird der Verständnishorizont sehr verschieden ausgelegt (vgl. *Krausel/Brellochs*, AG 2013, 309, 337). Insofern wäre eine Klärung durch den EuGH äußerst wünschenswert. Der ESMA fehlt hierfür das notwendige Mandat (dazu: *Poelzig*, NZG 2016, 528, 532).

¹⁷ *Pananis*, Insidertatsache und Primärsinsider, 113; *Dickersbach*, Das neue Insiderrecht, 170; *Caspari*, ZGR 1994, 530 (540).

¹⁸ BGHZ 192, 90 (106); *Hilgendorf*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, § 13 WpHG, Rn. 109; *Mennicke/Jakovou*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 13, Rn. 141 f.; *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 13 WpHG, Rn. 47; *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 13, Rn. 58.

¹⁹ *Frowein*, in: Habersack/Mülbart/Schlitt (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Aufl. 2013, § 10, Rn. 22 (anders noch *Klawitter* in der Voraufgabe 2008, § 32, Rn. 19, der auf einen markterfahrenen Anleger abstellt).

²⁰ Vgl. zu den verschiedenen Auslegungsansätzen in Literatur und Judikatur, die zur neuen MAR möglich sind: *Langenbacher*, AG 2016, 417 (418 ff.).

²¹ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 55 - Demnach im Sinne der sog. halbstrengen Variante der Efficient Capital Market Hypothesis; ähnlich noch zur MAD: *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 13 WpHG, Rn. 248 ff.; *Schröder*, HB KStR, Rn. 182.

²² Dies ausführlich nachweisend *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 55 i.V.m. Fn. 6.

²³ Dazu *Klöhn*, ZHR 2013, 349 (371).

²⁴ *Klöhn*, AG 2012, 345 (349); *ders.*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 13 WpHG, Rn. 254; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 55.

²⁵ BGHZ 192, 90 (107 f.); ebenso *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 13

das dem objektiv-normativen Konzept der MAR nicht gerecht werden würde²⁶.

Folglich muss man stets fragen, wie der konkrete²⁷ effiziente Markt sich bei Offenlegung der Information verhalten würde. Ist von Schwankungen außerhalb der gewöhnlichen Volatilität auszugehen, so steht die erhebliche Kursrelevanz fest.²⁸ Dabei muss beachtet werden, dass der Markt als Gesamtheit alle ihm verfügbaren Anhaltspunkte in seiner Reaktion berücksichtigt, also insbesondere auch die Verlässlichkeit einer Quelle und bereits bestehende Erwartungen.²⁹ Im Zuge dessen wird stets eine Abwägung zwischen potentielltem Gewinn und Verlust vorgenommen, wobei vor allem zwei dem Wertpapierhandel immanente Regeln zum Tragen kommen: Zum einen ist jeglicher Profit ein Investitionsanreiz, unabhängig von seiner Höhe.³⁰ Zum anderen steigt mit letzterem aber die Risikobereitschaft des Anlegers.³¹ Eine auf diesen beiden Komponenten fußende Berechnung spiegelt die Kurserheblichkeit mithin am besten wider. Deshalb ist auf die sog. *probability/magnitude*-Formel zurückzugreifen, welche die Auswirkungen eines Ereignisses mit der Wahrscheinlichkeit seines Eintretens multipliziert.³²

Bei Unterstellung direkter Proportionalität ließe sich die Kursrelevanz demnach streng mathematisch folgendermaßen ausdrücken: *potentieller Gewinn × Gewinnwahrscheinlichkeit > (potentieller Verlust × Verlustwahrscheinlichkeit) + Handelskosten*. Stochastisch gesehen würde hierbei nämlich der Abschluss unendlich vieler Geschäfte eine sichere Rendite bedeuten. Dieser Rechnung kann auch nicht entgegengehalten werden, dass der EuGH in seiner *Geltl*-Entscheidung einen *probability/magnitude*-Test abgelehnt hat,³³ denn dabei bezog er sich ausdrücklich nur auf das Präzisionsmerkmal künftiger Ereignisse.³⁴ Einige erblicken in dem Urteil sogar eine konkludente Billigung der Formel für die Berechnung der Preiserheblichkeit.³⁵

WpHG, Rn. 51; *Mennicke*, ZBB 2013, 244 (248 ff.).

²⁶ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 55; *Klöhn*, AG 2012, 345 (349).

²⁷ Richtigerweise dieses Merkmal fordernd *Schröder*, HB KStR, Rn. 182, denn Maßstabsfigur kann nur die Gesamtheit von Anlegern sein, welche sich auch tatsächlich am betroffenen abstrakten Markt betätigt.

²⁸ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 54; *Leibfried/Spinner*, IRZ 2012, 163; *Weber*, NJW 1994, 2849 (2852); *Schröder*, HB KStR, Rn. 188c.

²⁹ Vgl. Erwägungsgrund 14 MAR, erhältlich im Internet: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=DE>> (besucht am 25.04.2018).

³⁰ *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 13, Rn. 164; *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 13 WpHG, Rn. 199; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 54; *Dreyling/Schäfer*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität, Rn. 81; a.A. *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 13, Rn. 66, der in Kleinstgewinnen keinen nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil sieht. Dabei wird jedoch eine falsche Prämisse gesetzt: nicht nur die Höhe, sondern auch die Sicherheit eines Gewinns definiert den Anreiz. Sichere Kleinstgewinne lassen sich nämlich problemlos kumulieren. Hinzu kommen Abgrenzungsschwierigkeiten, ab wann eine Rendite zu gering ist, um relevant zu sein.

³¹ *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 13 WpHG, Rn. 200.

³² *Ibid.*, Rn. 187/192 f./203 f.; *ders.*, NZG 2011, 166 (168ff.).

³³ EuGH, Rs. C-19/11, *Geltl*, EuZW 2012, 708, 711, Rn. 50 ff.

³⁴ *Hitzer* NZG 2012, 860 (862); *Krause*, CCZ 2014, 248 (251); *Bingel*, AG 2012, 685 (690); *Schall*, ZIP 2012, 1286 (1288).

³⁵ Dies stützt sich auf EuGH, Rs. C-19/11, *Geltl*, EuZW 2012, 708, 711, Rn. 55: „Anhand solcher

Bei Übernahmen ergibt sich das Potenzial zur Beeinflussung des Kurses regelmäßig aus der Erwartung einer vom Bieter zusätzlich zum Marktpreis gezahlten Prämie von meist über 20%³⁶ im Rahmen des öffentlichen Angebotes.³⁷ Sinn eines solchen Aufschlags ist es, Aktionären den Verkauf ihrer Anteile schmackhaft zu machen und dadurch den Erfolg der Übernahme zu sichern.³⁸

II. Tötigung eines Insidergeschäfts

Strafrechtlicher Kernatbestand der MAR ist das in Art. 14 lit. a i.V.m. Art. 8 I niedergelegte Verbot der Tötigung von Insidergeschäften. Ein solches liegt vor, wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und unter Nutzung derselben für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, erwirbt oder veräußert. Neben diesen beiden Verpflichtungsgeschäften³⁹ kommt gem. Art. 8 I 2 MAR neuerdings auch noch eine Stornierung als strafbewehrtes Geschäft in Betracht,⁴⁰ was bei Unternehmensübernahmen vor allem im Rahmen des vorbereitenden Beteiligungsaufbaus von höchster Relevanz ist.

Das Handlungsunrecht ergibt sich aus der Nutzung der Insiderinformation, indem man den erlangten Wissensvorsprung in seine wirtschaftlichen Entscheidungen einfließen lässt. Dies setzt voraus, dass der Akteur die Insiderinformation kennt und weiß

Erwägungen [gemeint ist der *probability/magnitude*-Test] lässt sich jedoch ermitteln, ob eine Information geeignet ist, den Kurs der Finanzinstrumente spürbar zu beeinflussen.“ Daraus eine Bestätigung ableitend: *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 13 WpHG, Rn. 187; *ders.*, ZIP 2012, 1885 (1891); *Schall*, ZIP 2012, 1286 (1288); *Bingel*, AG 2012, 685 (690); a.A. *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837 (2838) (dies ablehnend); *Krause*, CCZ 2014, 248, (251) (EuGH hätte dies offengelassen).

³⁶ *Holfier*, Öffentliche Übernahme durch Anschleichen, 78; *Zschocke*, in: Zschocke/Schuster, Teil B, Rn. 50; *Cascante/Topf*, AG 2009, 53; vgl. auch *Balz/Arlinghaus*, Praxisbuch Mergers & Acquisitions, 37.

³⁷ *Bingel*, AG 2012, 685, (693); *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 13 WpHG, Rn. 314.

³⁸ Vgl. *Dombret*, Übernahmepremien im Rahmen von M&A-Transaktionen, 10 f., der ausführt, dass Aktionäre ohne eine solche Entschädigung für zukünftige wirtschaftliche Erfolge wohl nicht verkaufsbereit wären.

³⁹ Würde man auf das dingliche Geschäft abstellen, könnte das Insiderhandelsverbot z.B. beim Daytrading leicht umgangen werden, dazu: OLG Karlsruhe, BKR 2004, 373, (375); *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 63; *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 321; a.A. *Casper*, WM 1999, 363 (364); *Soesters*, Insiderhandelsverbote des Wertpapierhandelsgesetzes, 151 – diese verkennen aber, dass es auch möglich ist Gewinne zu erzielen, ohne Eigentum an den Papieren erlangt zu haben, dazu: *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 10. Deshalb kann nur die Verpflichtung Bezugspunkt sein, allerdings dahingehend eingeschränkt, dass nur solche Vertragsgestaltungen erfasst sind, bei denen der Insider den erwarteten Gewinn sicher realisieren kann (*Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 63; *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 10).

⁴⁰ Diese ist eigentlich weder Erwerb noch Veräußerung und wurde deshalb bisher nicht als Insidergeschäft betrachtet, vgl. *Hilgendorf*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, § 14 WpHG, Rn. 134/154; *Giering*, CCZ 2016, 214 (215); *Krause*, CCZ 2014, 248 (251); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (597); *Viciano-Gofferje/Cascante* NZG 2012, 968 (969); *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 16 f.

bzw. wissen müsste, dass es sich um eine solche handelt.⁴¹ Letzteres wird bei Primärinsidern unwiderleglich vermutet.⁴² Weiterhin bedarf es einer Kausalverknüpfung zwischen Information und Geschäftstätigung, um von einer Einflussnahme sprechen zu können.⁴³ In seiner Entscheidung *Spector Photo Group* hatte der EuGH 2009 zur damals geltenden Richtlinie angenommen, dass ein solcher Zusammenhang widerleglich zu unterstellen sei.⁴⁴ Wenngleich die Luxemburger Richter einen Verstoß gegen Art. 6 II EMRK leugneten,⁴⁵ ist dies angesichts der strafrechtlichen Unschuldsvermutung doch sehr problematisch und auf berechtigte Kritik gestoßen.⁴⁶ In den Erwägungsgründen 24 und 25 hat sich der Ordnungsgeber nun aber ausdrücklich dieser Rechtsprechung angeschlossen und eine Fortgeltung derselben im Rahmen der MAR eindeutig bejaht.

Um die Funktionalität des wirtschaftlichen Verkehrs gegenüber solch einer weiten Vermutung zu schützen, wird der Tatbestand des Art. 8 I MAR in Art. 9 MAR von sog. legitimen Handlungen begrenzt. Bei Akquisitionen besonders relevant ist dabei Art. 9 IV MAR: Demnach soll eine Nutzung nicht angenommen werden, wenn die Information im Zuge einer Übernahme erworben wurde und ausschließlich zu deren Weiterführung verwendet wird sowie spätestens mit Annahme des Angebotes ihren Insidercharakter (z.B. durch Veröffentlichung) verliert. Nicht eingeschlossen ist der bloße Beteiligungsaufbau. Nach Abs. 5 soll außerdem die Verwirklichung der eigenen Erwerbsabsicht keine strafbare Nutzung derselben darstellen. Schließlich ist festzuhalten, dass sich der Ordnungsgeber bei der Schaffung von Art. 9 MAR sichtlich an den vom EuGH in der Sache *Spector Photo Group* aufgestellten Ausnahmen orientiert hat.⁴⁷ Ebenso wie diese⁴⁸ muss deshalb auch die Liste legitimer Handlungen als nicht abschließend betrachtet werden.⁴⁹

⁴¹ Vgl. dazu Erwägungsgrund 26 MAR, erhältlich im Internet: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=DE>> (besucht am 25.04.2018); *Bachmann*, Das Europäische Insiderhandelsverbot, 37 ff.; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 68.

⁴² *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 68/121; vgl. dazu Art. 8 IV MAR.

⁴³ *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 325; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 68; *Schröder*, HB KStR, Rn. 198; *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 69; ähnlich *Bachmann*, Das Europäische Insiderhandelsverbot, 43 ff., der auf einen Sondervorteil abstellt.

⁴⁴ EuGH, Rs. C-45/08, *Spector Photo Group*, Slg. 2009, I-12073, Rn. 54.

⁴⁵ *Ibid.*, Rn. 39 ff.; demnach stünde der Unterstellung nicht Art. 6 II EMRK entgegen, solange sie widerlegbar sei und die Verteidigungsrechte erhalten blieben.

⁴⁶ *Opitz*, BKR 2010, 65 (71 ff.); *Begemeier*, HRRS 2013, 179 (185); *Gehrmann*, ZBB 2010, 48 (49 f.) Demnach müsse das Urteil dergestalt ausgelegt werden, dass durch die Vermutung keine Beweislastumkehr erfolgt, so: *Widder*, WM 2010, 1882 (1886) - es könne sich allenfalls um einen Erfahrungssatz, aber nicht um eine Vermutung handeln. Zwar dürfe diese Kritik im Ergebnis nicht völlig durchgreifen (*Schröder*, HB KStR, Rn. 198b), aber dennoch einen bitteren Beigeschmack hinterlassen.

⁴⁷ *Von der Linden*, DStR 2016, 1036 (1038); *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 78; *Klöhn*, AG 2016, 423 (433).

⁴⁸ Vgl. EuGH, Rs. C-45/08, *Spector Photo Group*, Slg. 2009, I-12073, Rn. 62 ff.

⁴⁹ *Von der Linden*, DStR 2016, 1036 (1038); *Wuntke/Richter*, in: Frodermann/Jannott (Hrsg.), HB AktR, Kap. 13, Rn. 226; *Klöhn*, AG 2016, 423 (433); *Poelzig*, NZG 2016, 528 (533); *Veil*, ZBB 2014, 85 (91); *Giering*, CCZ 2016, 214 (216); vgl. auch Erwägungsgrund 24 MAR, erhältlich im Internet: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&>

III. Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen

Ein weiteres zentrales Handlungsverbot stellt Art. 14 lit. c i.V.m. Art. 10 I MAR auf, wonach auch die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen strafbar ist. Ziel der Regelung ist es, die unkontrollierte Verbreitung von Insiderwissen zu unterbinden und so schon im Vorfeld einer möglichen Ausnutzung vorzubeugen.⁵⁰ Dementsprechend kann nach Sinn und Zweck der Vorschrift eine Handlung, welche den Kreis der Insider nicht erweitert, auch nicht tatbestandsmäßig sein.⁵¹ Bei der Offenlegung gegenüber einer bereits informierten Person kommt folglich allenfalls ein Versuch in Betracht.⁵²

Unter einer Offenlegung ist jede Form der Weitergabe zu verstehen, durch die ein Dritter direkt oder mittelbar Kenntnis von Insiderinformationen erlangt.⁵³ Erfasst sind somit auch Fälle, in denen der Adressat durch die Mitteilung nur in die Lage versetzt wird, sich die geheimen Daten selbst zu beschaffen.⁵⁴ Allerdings kann man nicht so weit gehen, die MAR als Gebot zur Lüge zu verstehen, selbst wenn aus dem Schweigen Rückschlüsse auf die Insiderinformation geschlossen werden können, denn andernfalls würde gerade die geschützte Integrität der Kapitalmarktkommunikation wieder beeinträchtigt werden.⁵⁵

Darüber hinaus ist ein solch umfassendes Verbot nur unter Anerkennung von Ausnahmen denkbar, weil ein gewisser informationeller Austausch im wirtschaftlichen Geschäftsverkehr unentbehrlich ist. Das macht Art. 10 I MAR durch das Attribut *unrechtmäßig* deutlich. Die Auslegung dieses unbestimmten Rechtsbegriffes ist in der Praxis von essentieller Wichtigkeit und soll daher bezogen auf die Kommunikation im Rahmen von Unternehmensübernahmen später noch eingehender betrachtet werden. Abstrakt lassen sich aber drei Rechtfertigungsgründe unterscheiden: Den ersten stellt Art. 10 I MAR selbst auf, indem es die normale Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufes sowie die normale Erfüllung von Aufgaben vom Tatbestand ausnimmt. Der EuGH hat jedoch in seiner *Grøngaard-Bang*-Entscheidung zur ähnlich lautenden Insiderrichtlinie⁵⁶ eine restriktive Auslegung und deshalb einen engen Zusammenhang

from=DE> (besucht am 25.04.2018).

⁵⁰ Zur MAR: *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 101; zur MAD: EuGH, Rs. C-384/02, *Grøngaard-Bang*, Slg. 2005, I-09939, Rn. 32 ff.; zum WpHG: BaFin Emittentenleitfaden 2013, III.2.2.2, S. 41; *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 258; *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 39.

⁵¹ Dafür spricht auch der Wortlaut, denn eine Offenlegung kann nur erfolgen, wenn die Insiderinformation für den Anderen zuvor „verdeckt“ war; vgl. dazu noch unter Auslegung des Wortes „teilen“ i.S.d. WpHG: *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 277. Im Ergebnis ebenso zur MAR: *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 101; zum WpHG: *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 70.

⁵² *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 101; noch zum WpHG: *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 70; *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 44.

⁵³ Vgl. *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 103.

⁵⁴ *Ibid.*

⁵⁵ *Ibid.*, noch zum WpHG: *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 279; BaFin Emittentenleitfaden 2013, IV.3.3, S. 62.

⁵⁶ Richtlinie 89/592/EWG des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften

zwischen Weitergabe und Arbeit sowie die Unerlässlichkeit der Offenlegung gefordert.⁵⁷ Da sich der Verordnungsgeber beim Erlass der MAR eng am EuGH orientiert hat sowie Wortlaut und Zweck des Tatbestands nahezu unangetastet ließ, ist von einer Fortgeltung dieser Rechtsprechung auszugehen.⁵⁸

Als zweite Ausnahme vom Offenlegungstatbestand gestattet Art. 11 MAR unter bestimmten Voraussetzungen sog. Marktsondierungen, also das Teilen von Insiderinformationen mit ausgewählten Adressaten, um die Reaktionen des Marktes auszuloten.

Schließlich darf wegen der Einheit der Rechtsordnung nicht rechtswidrig sein, was durch andere Vorschriften ohne Konkurrenz der Schutzgüter ausdrücklich gestattet wird.⁵⁹ Diese dürfen freilich nicht durch die MAR als *lex posterior*⁶⁰ verdrängt worden sein. Auch kommen hierfür nur europäische Rechtssätze infrage, da nationale Gesetze nicht zur Auslegung hierarchisch höheren Unionsrechts dienen können.⁶¹

C. Insiderinformationen bei Unternehmensübernahmen

Während einer Unternehmensübernahme entsteht auf jeder beteiligten Seite eine Vielzahl von Insiderinformationen. Deren Inhalt hängt dabei von der gewählten Vorgehensweise, den Pflichten des WpÜG sowie der Reaktion der Zielgesellschaft ab. So

betreffend Insider-Geschäfte; aufgehoben am 11 April 2003 durch die MAD, welche wiederum bis zur Einführung der MAR Geltung beanspruchte, ABl. EG Nr. L 334/30.

⁵⁷ EuGH, Rs. C-384/02, *Grøngaard-Bang*, Slg. 2005, I-09939, Rn. 31/34.

⁵⁸ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 105; *Poelzig*, NZG 2016, 528 (535); zweifelnd: *Wuntke/Richter*, in: Frodermann/Jannott (Hrsg.), HB AktR, Kap. 13, Rn. 227; noch zum Kommissionsentwurf: *Kiesewetter/Parmontier*, BB 2013, 2371 (2373); a.A. *Zetzsche*, in: Gebauer/Teichmann (Hrsg.), EnzEuR, Bd. 6 § 7 C, Rn. 163; *ders.*, NZG 2015, 817 (820), der aufgrund der schon in der MAD erfolgten Erweiterung des Tatbestandes auf Sekundärsider (Art. 4 MAD) von einer Reduktion der vom EuGH gesehenen Missbrauchsgefahr ausgeht. Dabei lässt er jedoch außer Acht, dass es nicht Zweck des Offenlegungsverbotes ist, die Weitergabe an nicht vom Insiderhandelsverbot erfasste Personen zu verhindern; vielmehr soll die Gruppe der Insider insgesamt möglichst klein gehalten werden. Die restriktive Auslegung des EuGH zielte ausdrücklich auf die Wahrung dieses auch in der MAR verankerten Telos ab. Soweit darüber hinaus auf Erwägungsgrund 35 MAR, erhältlich im Internet: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=DE>> (besucht am 25.04.2018), hingewiesen wird, ist nicht ersichtlich, wie die bloße Wiederholung des Art. 10 MAR zusätzlich auslegungsrelevant sein sollte.

⁵⁹ Bei Unternehmensübernahmen korreliert das Insiderrecht vor allem mit dem Kauf- und Übernahmerecht. Aufgrund dieser engen Verknüpfung ist beispielsweise schon lange anerkannt, dass insiderrechtlich nicht verboten sein kann, was übernahmerechtlich erlaubt ist, vgl. *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 330; *Hasselbach*, NZG 2004, 1087 (1094); *Hopt*, in: FS Lutter, 1361 (1295); *ders.*, ZGR 2002, 333 (357); *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 186. Andererseits muss insiderrechtlich aber nicht zulässig sein, was aktienrechtlich gestattet ist, weil hier die Schutzgüter verschieden sind, vgl. *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 108; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 542; a.A. *Royé/Fischer zu Cramburg*, in: Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 14 WpHG, Rn. 6; *Linker/Zinger*, NZG 2002, 497 (500); *Schroeder*, DB 1997, 2161 (2164).

⁶⁰ *Lex posterior derogat legi priori*; allgemeiner Grundsatz, nach welchem das spätere Gesetz dem früheren vorgeht, vgl. *Creifelds* (Begr.), Rechtswörterbuch, Stichwort: *lex posterior*, S. 818.

⁶¹ *Grundmann*, in: Staub (Begr.), Großkommentar HGB, Bd. 11, Teil 5, Rn. 136. Dies gilt freilich nicht, wenn die europarechtliche Norm ausdrücklich auf nationales Recht verweist, vgl. nur Art. 2 I lit. a RL 2004/25/EG.

hat der Interessent zunächst zu entscheiden, ob er eine feindliche oder eine freundliche Transaktion durchführen möchte. Für letztere wird er Konsens und Zusammenarbeit mit der Zielgesellschaft suchen und im Zuge dessen auf gemeinsamer Basis Vertraulichkeits- und Investorenvereinbarungen schließen, eine Due Diligence durchführen sowie Ablauf und Bedingungen festlegen. Ist eine von beiden Seiten hierzu nicht bereit, so handelt es sich um eine feindliche Übernahme. Auch diese bedarf jedoch vieler Vorfeldhandlungen, da z.B. ein vorbereitender Beteiligungsaufbau nicht von der Zustimmung der Zielgesellschaft abhängt und deshalb im Wege beider Akquisitionsarten oft durchgeführt wird. Heimlich ist dies indes nur bis zur Erreichung der Meldeschwellen in den §§ 33, 34, 38 WpHG möglich. Die Zielgesellschaft hat somit die Möglichkeit, über das Ergreifen von Abwehrmaßnahmen zu entscheiden. Spätestens bei Erreichen eines 30%igen Stimmrechtsanteils muss dann gem. § 35 II WpÜG das Übernahmeangebot erfolgen und gem. § 10 WpÜG veröffentlicht werden. Nach einer behördlichen Prüfung kann dieses dann durch die Aktionäre angenommen werden. Währenddessen ist der Bieter gem. § 23 I WpÜG verpflichtet, regelmäßig über seinen aktuellen Wertpapier- und Stimmrechtsbestand zu informieren. War das Angebot nach dem Ende der Annahmefrist erfolgreich, so schließt sich seine Abwicklung sowie die Integration der Zielgesellschaft in das Bieterunternehmen an. Im Zuge dessen kann es unter den Voraussetzungen des § 39a WpÜG zu einem sog. *Squeeze Out* kommen, durch welchen die verbleibenden Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft gedrängt werden. Wie all diese Komponenten in ihrer unterschiedlichen Kombination zur Entstehung von Insiderinformationen führen,⁶² soll im Folgenden untersucht werden.

I. Vorbereitungsphase

1. Erste Absichten und Pläne zur Abgabe eines Angebotes

In Ansehung des Art. 7 II 2 MAR, nach welchem auch einzelne Etappen eines gestreckten Geschehensablaufes präzise Informationen darstellen können,⁶³ stellt sich die Frage, ob bereits erste Absichten und Pläne, die den Startpunkt eines Übernahmeprozesses markieren, als Insiderinformation zu qualifizieren sind. Dazu müssten sie gem. Art. 7 III MAR jeweils die übrigen hieran geknüpften Voraussetzungen erfüllen. Insbesondere ist bei solchen selbst geschaffenen inneren Tatsachen zweifelhaft, ob diese als Informationen einstuftbar sind. Der BGH legte den Begriff bisher dergestalt aus, dass ausschließlich die Kenntnis eines fremden Entschlusses Information sein könne, weil eine Person sich nach allgemeinem Sprachgebrauch nicht über eigens gefasste Gedanken informiere und dem Tatbestandsmerkmal deshalb ein sogenannter Drittbezug immanent sei.⁶⁴ Diese Wertung wurde nach Inkrafttreten der MAR von Teilen der Lehre unverändert auf das neue Regelungsregime übertragen.⁶⁵ Die Erwerbsabsicht einer natürlichen Einzelperson hätte demnach unzweifelhaft keinen Informationscharakter.

⁶² Vgl. dazu oben unter B.I.

⁶³ Siehe hierzu oben unter B.I.1.

⁶⁴ BGH NJW 2004, 302 (303); so auch *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 57 f.; *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 13 WpHG, Rn. 16.

⁶⁵ *Wuntke/Richter*, in: Frodermann/Jannott (Hrsg.), HB AktR, Kap. 13, Rn. 210, welche die Tatbestandsmerkmale der Information und des Nutzens vermengen.

Problematisch ist die Abgrenzung hingegen, wenn auf Bieterseite eine Gesellschaft steht, welche ihren Übernahmeplan in einem Kollegialorgan fasst. Hier käme man zum selben Ergebnis, sofern man das Unternehmen als kognitive Einheit betrachtet. Dafür sprechen vor allem die in der gesamten Rechtsordnung evidenten Bemühungen des Gesetzgebers, natürliche und juristische Personen gleichzustellen. Allerdings verfolgte der BGH mit seiner Auslegung primär keine teleologischen Interessen, sondern zeigte lediglich die Grenzen des Wortlautes in Abgrenzung zum Tatsachenbegriff auf. Insofern muss man dieser Meinung zufolge bei im Vorstand gefassten Übernahmeplänen davon ausgehen, dass selbige angesichts des innergesellschaftlichen Informationsflusses einen Drittbezug aufweisen.⁶⁶

Hierbei würde man allerdings versäumen zu fragen, ob die zur alten Gesetzeslage praktizierte Rechtsprechung vor dem Hintergrund der neu erlassenen MAR überhaupt noch aufrechterhalten werden kann. Erwägungsgrund 31 sowie Art. 9 V MAR stellen nämlich klar, dass eine Person, die ihr Wissen um den eigenen Erwerbentschluss beim Kauf verwendet, keine Insiderinformation nutzt. Indem die Ausnahme jeweils erst auf der Ebene der Tathandlung des Nutzens erfolgt, wird inzident vorausgesetzt, dass der zuvor festzustellende Informationscharakter gegeben ist.⁶⁷ Andernfalls hätte der Erwerber auch nicht als begünstigte Person herausgestellt werden müssen,⁶⁸ denn nur bei Vorliegen einer Information ist überhaupt eine Tatbestandsverwirklichung seitens Dritter möglich. Das steht in Einklang mit den Zielen des europäischen Marktmissbrauchsrechts, welches sehr weite Tatbestände schaffen und nur konkrete Einzelhandlungen straffrei stellen möchte.⁶⁹ Auch die Weitergabe des Erwerbentschlusses durch Aberkennung der Informationseigenschaft nicht zu sanktionieren war mithin keinesfalls die Intention des Verordnungsgebers, wie an der Nichtnennung des Art. 10 MAR in Art. 9 V MAR deutlich wird.

Mit gleicher Konsequenz unterstellte der EuGH schon 2007 im *Georgakis*-Fall verschiedenen Kaufentscheidungen das Wesen einer Information und thematisierte lediglich deren Ausnutzung,⁷⁰ obwohl der Generalanwalt das Argument des fehlenden Drittbezugs vorgebracht hatte.⁷¹ Folglich kann ein solcher nicht zur Auslegung des europäi-

⁶⁶ So im Ergebnis *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 116.

⁶⁷ *Klöhn*, Beilage zu ZIP 22/2016, 44 (45); *ders.*, AG 2016, 423 (426); *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 44 i.V.m. Fn. 5.

⁶⁸ So schon bei alter Rechtslage zum Wortlaut von Erwägungsgrund 30 der Richtlinie 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 28. Januar 2003, erhältlich im Internet: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32003L0006&from=DE>> (besucht am 25. April 2018); *Schröder*, HB KStR, Rn. 149; *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 8, Rn. 43.

⁶⁹ Vgl. Erwägungsgründe 8, 10 MAR; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (595 f.); *Klöhn*, AG 2016, 423 (426); *Schröder*, HB KStR, Rn. 149/Fn. 298.

⁷⁰ EuGH, Rs. C-391/04, *Georgakis*, Slg. 2007, I-03741, Rn. 32 ff.; *Klöhn*, Beilage zu ZIP 22/2016, 44 (45); *Sethe*, in: Assmann/Schütze (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, § 8, Rn. 43. Nach der zuvor getroffenen Einschränkung in Hinblick auf Kollegialorgane hätte hier allerdings sowieso ein Drittbezug vorgelegen, da eine Gruppe als Akteur auftrat; vgl. *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, WpHG § 13, Rn. 16 b. Das ändert jedoch nichts an der Tatsache, dass der EuGH den Drittbezug bewusst nicht zum Prüfungsgegenstand erheben wollte.

⁷¹ Schlussanträge des *GA Mengozzi*, 26 Oktober 2006 – Rs. C-391/04, Rn. 58 f.

schen Rechts herangezogen werden, sodass schon erste Erwerbsabsichten stets Informationen im Sinne des Art. 7 MAR darstellen.

Obwohl diese zumindest im Kopf präsent und mithin gem. Art. 7 II 1 MAR eingetreten sind, ist dennoch in vielen Fällen ihre Präzision zu bezweifeln. Zwar sollen gem. Art. 7 II 2 MAR auch Zwischenschritte schon hinreichend spezifisch sein können, jedoch fußt dies maßgeblich auf dem im *Geltl*-Urteil statuierten Rechtsgedanken, dass jedes Ergebnis eines konkreten Vorgangs auch als Etappe eines anderen, umfassenderen Vorgangs gesehen werden kann,⁷² wodurch das Merkmal der Präzision im Falle der Verneinung für Zwischenschritte *ad absurdum* geführt werden würde. Im Umkehrschluss dieses Arguments besteht aber auch die genau entgegengesetzte Gefahr, jedes Ereignis in unendlich viele Zwischenschritte zu untergliedern. Das birgt das Risiko, die zeitlichen Grenzen der Ad-hoc-Veröffentlichung oder Selbstbefreiung gem. Art. 17 V MAR zu verwischen. Insbesondere erscheint es nicht praktikabel, einen eben erst innerlich gefassten Übernahmegedanken sofort diesen Pflichten zu unterwerfen.⁷³ Demnach ist zu überlegen, ob es einer objektiven Willensmanifestation, z.B. in Form eines Vorstandsbeschlusses, bedarf, um die Entstehung der Information klar zu kennzeichnen. Gegen eine solch enge Auslegung spricht der seitens der europäischen Legislative verfolgte Zweck, mit der MAR einen allumfassenden Informationsschutz mit weiten Tatbeständen zu schaffen.⁷⁴ In diesem Sinne sind möglicherweise auch die Selbstbefreiungs-Leitlinien der ESMA zu verstehen, welche tatsächliche Verhandlungen und subjektive Übernahmepläne bewusst als Bezugspunkte von Insiderinformationen nebeneinander stellen.⁷⁵ Auch könnte die soeben verworfene Lehre vom Drittbezug *durch die Hintertür* wieder eingeführt werden. Diese Gefahr besteht jedoch keinesfalls, denn nicht der Informations-, sondern der Präzisionsbegriff soll hier ausgelegt werden. Mit Blick auf die angedrohte Sanktionshärte kann dabei das dem Insiderrecht immanente Ziel der Rechtssicherheit⁷⁶ nicht unberücksichtigt bleiben, wodurch in Anbetracht des Bestimmtheitsgrundsatzes eine genaue Definition des Beginns strafbewehrter Verpflichtungen unerlässlich ist. Das hat auch die europäische Kommission im Zuge der Schaffung der MAR erkannt und ist deshalb von ihrem ursprünglichen Plan, eine sog. unpräzise *Insiderinformation light* zu integrieren⁷⁷ abgerückt.⁷⁸ Schließlich stützt auch der Wortlaut der Norm die engere Auslegung, denn ein Zwischenschritt markiert den Knot-

⁷² EuGH, Rs. C-19/11, *Geltl*, EuZW 2012, 708, Rn. 37.

⁷³ Das gilt vor allem, wenn die Entscheidungsfindung nicht zwischen Organen oder durch Beschlüsse vollzogen wird, etwa bei Einzelpersonen oder -vorständen. Hier schon beim ersten Fassen eines Gedankens gleich dessen Kurserheblichkeit zu prüfen, um das Erfordernis weiterer Maßnahmen festzustellen, mutet absurd an.

⁷⁴ Vgl. Erwägungsgründe 8, 10 MAR; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593, (595 f.); *Klöhn*, AG 2016, 423 (426); *Schröder*, HB KStR, Rn. 149/Fn. 298.

⁷⁵ ESMA/2016/1478 DE, Art. 5.2.8.a/e; vgl. auch *Retsch*, NZG 2016, 1201 (1203).

⁷⁶ So ausdrücklich EuGH, Rs. C-384/02, *Grøngaard-Bang*, Slg. 2005, I-09939, Rn. 29.

⁷⁷ Europäische Kommission KOM (2011) 651 endg., Art. 6 I lit. e, dazu: *Merkner/Sustmann*, AG 2012, 315 (319 f.); *Teigelack*, BB 2012, 1361 (1362 f.); *Klöhn*, ZIP 2012, 1885 (1894); *Bachmann*, EWIR 2012, 467 (468).

⁷⁸ *Von der Linden*, DStR 2016, 1036 (1037); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (596); *Veil*, ZBB 2014, 85 (89).

wendig den tatsächlich feststellbaren Etappenstopp eines schon in Gang gesetzten fließenden Vorgangs. Insofern kann nach hier vertretener Auffassung nicht auf das Erfordernis einer objektiven Manifestation des Übernahmeplans verzichtet werden, wenn gleich angesichts der gesetzlichen Zielrichtung keine allzu hohen Hürden zu stellen sind, sodass schon jede kausal auf dem Entschluss beruhende wahrnehmbare Handlung, also z.B. eine Äußerung, Niederschrift oder Mitarbeiterweisung zu einer präzisen Information führt.⁷⁹

Da diese emittentenbezogen und nicht öffentlich ist, hängt ihre Einstufung als Insiderinformation nur noch von der Kurserheblichkeit ab, welche sich aus den Umständen des Einzelfalles ergibt. Zu ermitteln ist deshalb jeweils, ob verständige Anleger schon die Existenz der Erwerbsabsicht in ihre Anlageentscheidung einfließen lassen würden. Dabei muss insbesondere berücksichtigt werden, dass die beabsichtigte Übernahme zum Zeitpunkt der bloßen Planfassung in Ermangelung konkreter Umsetzungsschritte noch die geringste Realisierungswahrscheinlichkeit aufweist, sodass in Anwendung der *probability/magnitude*-Formel nur Vorhaben kursrelevant sein können, welche im Falle ihres Erfolges eine außergewöhnlich hohe Wertveränderung herbeiführen würden.⁸⁰ Hieran ist vor allem zu denken, wenn der künftige Bieter über die bloße Einflussnahme hinausgehende Ziele verfolgt und beispielsweise durch Umstrukturierung oder Eingliederung in den eigenen Konzern Synergieeffekte bzw. zunehmende Skalenerträge realisieren möchte. Dann fallen die Übernahmeprämien nämlich erfahrungsgemäß sehr lukrativ aus⁸¹ und auch bei den Wertpapieren des Bieters⁸² darf ein erheblicher Preiszuwachs erwartet werden. Letztlich verbietet sich aber eine pauschale Bewertung, da stets das komplette Ursachengefüge unter besonderer Berücksichtigung der jeweiligen Gesellschaften, des planerischen Reifegrades und des Angebotsinhaltes Gegenstand der Abwägung sein muss.⁸³ Schon feststehende negative Tatsachen, welche den Ausgang nicht mehr nur offen, sondern gar unwahrscheinlich erscheinen lassen, wie eine generelle Veräußerungsablehnung durch Großaktionäre oder kartellrechtliche Bedenken, dürften dabei regelmäßig als Ausschlussgrund fungieren. Schlussendlich ist der Tatbestand des Art. 7 I MAR daher in vielen Fällen nicht erfüllt.

Ist dies aber der Fall, so stellt sich die Frage nach der Einschlägigkeit eines Ausnahmetatbestandes. Zu denken ist vor allem an Erwägungsgrund 54 MAR, welcher statuiert, dass „Informationen über die eigenen Handelspläne [...] nicht als Insiderinformation behandelt werden sollten.“ Insofern besteht aber eine Diskrepanz zu Art. 9 V MAR, der eine Ausnahme vom Handlungsverbot für denjenigen aufstellt, der in Kennt-

⁷⁹ Folglich besteht keine Gefahr für den Informationsschutz, denn im Zeitpunkt einer Weitergabe oder Offenlegung läge ohnehin eine präzise Information vor; ähnlich auch *Frankel/Schulenburg*, in: Unmuß (Hrsg.), *Corporate Compliance Checklisten*, Kap. III, Rn. 72 und BaFin, *Emittentenleitfaden 2013*, III.2.1.1, S. 33, die nur der äußerlichen Wahrnehmung zugängliche Geschehnisse als „Umstand“ anerkennen.

⁸⁰ So auch *Bingel*, AG 2012, 685 (690 f.).

⁸¹ *Dombret*, Übernahmeprämien im Rahmen von M&A-Transaktionen, 73.

⁸² Natürlich müsste er dafür selbst Emittent i.S.d. MAR sein, sonst fehlt es diesbezüglich am Emittentenbezug der Insiderinformation.

⁸³ So im Ergebnis auch *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 107, zur Kursrelevanz nach dem WpHG.

nis seiner eigenen Intention agiert. Wäre nach Erwägungsgrund 54 MAR von vornherein das Bestehen einer Insiderinformation zu verneinen, so bedürfte es dieser Regelung und insbesondere auch der Rückausnahme des Art. 9 VI MAR gar nicht.⁸⁴ Zwar kommt einem Erwägungsgrund nicht derselbe Rang wie einer Norm zu, jedoch ist sein Zweck gerade, letztere auszulegen.⁸⁵ Dies kann aber keinesfalls über deren Wortlaut hinaus geschehen, sodass der Widerspruch anderweitig aufgelöst werden muss. Allerdings weisen auch die englische und französische Fassung dieselbe Repugnanz auf,⁸⁶ sodass ein bloßer Übersetzungsfehler ausscheidet. Vielmehr scheint der Gesetzgeber im finalen Text eine Passage aus einem früheren Entwurf vergessen zu haben. Dafür spricht, dass Erwägungsgrund 54 am 2 Mai 2012⁸⁷ und Art. 9 V am 5 Dezember 2012⁸⁸ unabhängig voneinander und zeitlich versetzt Eingang in die Verordnungspläne fanden. Weiterhin scheint Erwägungsgrund 54 zwischen den Erwägungen zur Ad-hoc-Publizität systematisch deplatziert zu sein⁸⁹ und dem Verordnungszweck, möglichst weite Tatbestände zu schaffen, zuwiderzulaufen. Insbesondere in Anbetracht der Tatsache, dass derselbe Wortlaut schon in Erwägungsgrund 12 der REMIT-Verordnung⁹⁰ von 2011 zu finden war, muss deshalb davon ausgegangen werden, dass es sich dabei in der MAR um ein vergessenes Copy-and-Paste-Relikt handelt, welches als redaktionelles Versehen keine praktische Relevanz bekommen sollte.⁹¹ Folglich können Übernahmepläne Insiderinformationen darstellen, sofern sie objektiv manifestiert und kursrelevant sind.

2. Vertraulichkeitsvereinbarungen

Strebt der Bieter eine freundliche Übernahme an, so wird er in Umsetzung seines Erwerbsplanes zunächst Organe der Zielgesellschaft kontaktieren. Gleich zu Beginn der Gespräche werden dabei in der Regel Vertraulichkeitsvereinbarungen unterzeichnet, um gegenseitiges Stillschweigen sicherzustellen, wobei meist auch dieser Umstand selbst unter die Geheimhaltungspflicht fällt und daher nicht öffentlich ist.

Eine solche Abrede stellt zwar einen objektiv eingetretenen Zwischenschritt dar, ist aber als Information nur präzise, wenn sie hinreichend spezifische Grundlage einer

⁸⁴ Klöhn, Beilage zu ZIP 22/2016, 44 (46).

⁸⁵ Dazu: Schröder, Europäische Richtlinien und deutsches Strafrecht, 405. Die Frage, welche normative Bedeutung Erwägungsgründen zuzumessen ist, wird durch die MAR somit weiter befeuert, so auch: Klöhn, AG 2016, 423 (425).

⁸⁶ Eng.: „should not be considered to be inside information“; Fr.: „ne devraient pas être considérées comme privilégiées“; wengleich die französische Fassung durch die Nutzung des Wortes „Privilegierung“ mehrdeutig ist und nur im Kontext mit dem zweiten Halbsatz richtig verstanden werden kann.

⁸⁷ EU-Ratsdok. 9435/12, S. 19 nach Erwägungsgrund 25 (noch ohne Nr.).

⁸⁸ EU-Ratsdok. 17380/12, Art. 7a Abs. 3b.

⁸⁹ Klöhn, Beilage zu ZIP 22/2016, 44 (46).

⁹⁰ Verordnung (EU) Nr. 1227/2011 über die Integrität und Transparenz des Energiegroßhandelsmarkts vom 25 Oktober 2011.

⁹¹ So auch Klöhn, Beilage zu ZIP 22/2016, 44 (46); ders., AG 2016, 423 (426).

Kursbeurteilung sein kann.⁹² Das wird wohl beim bloßen Umstand des Abschlusses einer Vertraulichkeitsvereinbarung nicht der Fall sein,⁹³ weil weder ihr Gegensand, noch das verfolgte Ziel erkennbar wird, sodass ein Anleger außerstande wäre, sich ein Urteil über mögliche Marktauswirkungen zu bilden. Liegen jedoch zusätzliche Indizien, wie eine schon lange bekannte Erwerbsabsicht, vor, so kann ein Rückschluss auf das Fortschreiten der Übernahme erfolgen. In diesen Fällen ist die Information hinreichend präzisiert,⁹⁴ sodass nur noch deren Kurserheblichkeit in Frage steht.

Angesichts dessen, dass noch gar keine Verhandlungen stattgefunden haben und die Vereinbarung in Hinblick auf die Durchführung einer Übernahme keinerlei rechtliche Bindungswirkung entfaltet,⁹⁵ könnte man annehmen, dass sich die Anlagerelevanz seit der Planfassung nicht maßgeblich verändert hat. Allerdings darf nicht übersehen werden, dass jeder erfolgte Zwischenschritt die Wahrscheinlichkeit der Übernahme und damit einer für Anleger lohnenden Wertsteigerung weiter erhöht. Insbesondere Vertraulichkeitsvereinbarungen kommt dabei großes Potential zu, drücken sie doch die grundsätzliche Aufgeschlossenheit des Vorstandes einer Zielgesellschaft aus. Schließlich ist gerade das auch oft ein Hauptgrund für die Abrede, da man bei vorzeitigem Bekanntwerden der Unterstützung Irritationen am Markt außerhalb der gewöhnlichen Volatilität befürchtet.⁹⁶ Insofern wäre es paradox, dem Vorgang angesichts dieser Motivation seine Kurserheblichkeit generell absprechen zu wollen. Ob das Bekanntwerden dabei eine tatsächliche Nutzung durch Anleger zur Folge hätte, kann dahingestellt bleiben, denn es wird allein auf das von den Parteien offenkundig vermutete Potential abgestellt.⁹⁷ Zwar gilt weiterhin der Grundsatz, dass die Bewertung der Kurserheblichkeit unabhängig von der persönlichen Einschätzung des Insiders zu erfolgen hat,⁹⁸ jedoch zielt diese Regel hauptsächlich auf den Fall einer vom Einzelnen unterschätzten Preisrelevanz. Wenn aber die Erfahrung zeigt, dass Parteien von Vertraulichkeitsvereinbarungen regelmäßig erhebliche Kursschwankungen erwarten, kann man dies nicht ignorieren, sondern muss von einem gewichtigen objektiven Beweisanzeichen für das Marktverhalten ausgehen.

Folglich kann man Vertraulichkeitsvereinbarungen nicht, wie es in der Literatur oft

⁹² Siehe dazu oben unter B.I.1.

⁹³ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 48; *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 195.

⁹⁴ A.A. wohl *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 48, welche die Präzision beim Letter of Intent generell verneinen ohne näher zu differenzieren.

⁹⁵ *Hölters*, in: Hölters (Hrsg.), HB Unternehmenskauf, Teil I, Rn. 143; *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 108.

⁹⁶ *Lucks/Meckl*, Internationale Mergers & Acquisitions, 88; *Schlitt*, in: Semler/Volhard (Hrsg.), HB Unternehmensübernahmen, Bd. 1, § 6, Rn. 6; *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 108.

⁹⁷ *Wuntke/Richter*, in: Frodermann/Jannott (Hrsg.), HB AktR, Kap. 13, Rn. 218; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 54; *Rothenhöfer*, in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 3.498; BaFin Emittentenleitfaden 2013, III.2.1.4, S. 35; BGH ZIP 2010, 426 (427).

⁹⁸ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 54; *Mennickel/Jakovou*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 13, Rn. 139; BGH ZIP 2010, 426 (427); *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 13, Rn. 56; *Rothenhöfer*, in: Kümpel/Wittig (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, Rn. 3.500.

geschieht,⁹⁹ ihren Insidercharakter pauschal aberkennen, sondern ist gezwungen näher zu differenzieren. Einerseits gehen auch die Parteien keinesfalls immer von der Kurserheblichkeit ihrer Abrede aus, denn zu diesem Zeitpunkt ist die Möglichkeit eines mit der tatsächlichen Übernahme verbundenen Gewinns noch nicht überwiegend wahrscheinlich.¹⁰⁰ Nach der *probability/magnitude*-Formel kann das aber von einer besonderen Lukrativität daran geknüpfter Geschäfte relativiert werden, weil mit ihr auch die Risikobereitschaft der Marktteilnehmer steigt.¹⁰¹ Wie beim Erwerbsplan¹⁰² wird man somit vor allem im Zuge der Planung einer mit weitreichenden Synergieeffekten verbundenen Übernahme erhebliche Kursschwankungen erwarten können.¹⁰³ Infolge der nunmehr fortgeschrittenen Umsetzung dürfte hier eine Preisrelevanz aber schon deutlich eher vorliegen. Sofern also nicht schon der Akquisitionsplan eine Insiderinformation darstellt, liegt eine solche mitunter infolge des anschließenden Abschlusses von Vertraulichkeitsvereinbarungen vor.

3. *Due Diligence*

Bei freundlichen Übernahmen ist es mittlerweile üblich, dem künftigen Bieter im Rahmen einer sog. *Due Diligence* die Überprüfung der Zielgesellschaft in wirtschaftlicher, finanzieller, steuerlicher und rechtlicher Hinsicht zu gestatten.¹⁰⁴ Viele der dabei übermittelten Daten sind geheim und geben Auskunft über den genauen Wert des Unternehmens, sodass sie infolge ihrer besonderen Kursrelevanz als Insiderinformationen behandelt werden müssen.¹⁰⁵

Fraglich ist jedoch, ob schon die Kenntnis, dass eine *Due Diligence* gewährt wurde, preiserheblich ist. Zunächst gilt es, dafür den Bezugspunkt der möglichen Marktrelevanz festzustellen. Bei einer *Due Diligence* dürfte dies regelmäßig die daraus ablesbare Wahrscheinlichkeit einer sich anschließenden Unternehmensübernahme sein. Teilweise wird – auch nach neuer Rechtslage¹⁰⁶ – vertreten, dass bei einer solchen Ableitung aus dem Endpunkt eines gestreckten Geschehensablaufes eine überwiegende Eintrittswahrscheinlichkeit des finalen Ereignisses hinzukommen müsse.¹⁰⁷ Dem ist aber ent-

⁹⁹ *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 195; *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340 (341); schon beim Präzisionsmerkmal: *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 48.

¹⁰⁰ *Bingel*, AG 2012, 685 (694); *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340 (341).

¹⁰¹ Im Detail dazu oben unter B.I.4.

¹⁰² Siehe oben unter C.I.1.

¹⁰³ So ausdrücklich schon *Harbarth*, ZIP 2005, 1898 (1902).

¹⁰⁴ *Fleischer/Körber*, BB 2001, 841; *Fleischer*, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), AktG, § 93, Rn. 170 f.; *Gimnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 111; *Neurohr-Kleer*, *Due Diligence* – Schweigepflicht des Vorstandes der AG, 5; *Schuran*, Instrumente und Inhalte der *Due Diligence*, 5.

¹⁰⁵ *Schulte*, Insiderrechtliche Probleme bei der *Due Diligence*, 31/53; *Gimnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 114; *Liekefett*, *Due Diligence* bei M&A-Transaktionen, 166; *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 395.

¹⁰⁶ Von *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837 (2840) zwar vor Inkrafttreten der MAR geäußert, allerdings ausdrücklich als Konsequenz des Geldl-Urteils, welches in der MAR Gesetzesrang fand.

¹⁰⁷ *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837 (2840); *dies.*, BB 2012, 1820 (1821).

schieden entgegenzutreten: Der Ansatz widerspricht nicht nur der Realität des allabwägenden Anlegers, sondern auch dem klaren Wortlaut des Art. 7 II 2, III MAR, denn sonst würde man die Lehre von der Sperrwirkung eines Endpunktes¹⁰⁸ *durch die Hintertüre* wieder einführen.¹⁰⁹ Richtigerweise ist der BGH dieser Auffassung deshalb nicht gefolgt und lässt jede Wahrscheinlichkeit ausreichen, welche eine Kursrelevanz des Zwischenschrittes begründet.¹¹⁰ Dass dies durch die Information einer Due Diligence-Gewährung erfolgt, könnte man angesichts ihres noch offenen Ergebnisses bezweifeln. Da der Interessent bei Erlangung negativer Tatsachen ebenso von seinem Vorhaben Abstand nehmen kann, liegt es nahe, vom Fehlen eines Kaufsignals für den kundigen Anleger auszugehen.¹¹¹ Allerdings wird selbigem bewusst sein, dass der mit der Überprüfung verbundene große finanzielle und personelle Aufwand von den Parteien regelmäßig nur eingegangen wird, wenn man dem Projekt gute Chancen einräumt.¹¹² Diese werden auch durch die ersichtliche Unterstützung des Vorstandes der Zielgesellschaft erhöht, denn wäre er einer Übernahme abgeneigt, würde er das Vorhaben mit der Verweigerung sämtlicher Prüfungsmaßnahmen torpedieren.¹¹³ Derartige Erfahrungswerte lassen sich auch empirisch belegen: Zum Zeitpunkt einer Due Diligence ist ein Erfolg der Akquisition weitaus wahrscheinlicher (60%), als ihr Scheitern.¹¹⁴ Ebenso erwartbar ist damit zumindest auch die spätere Zahlung von Übernahmeprämien,¹¹⁵ sodass ein erfahrener Investor schon im Umstand der bloßen Gewährung einer Due Diligence fast immer einen ausreichenden Anreiz erblicken wird.¹¹⁶ Dann muss sowohl dieser Zwischenschritt als auch der nun gem. Art. 7 II 1 Alt. 2 MAR überwiegend wahrscheinliche

¹⁰⁸ Siehe dazu oben unter B.I.1.

¹⁰⁹ Zur MAR: *Klöhn*, AG 2016, 423 (439); noch auf Basis des *Geltl*-Urteils: *Schulte*, Insiderrechtliche Probleme bei der Due Diligence, 43; *Klöhn*, ZIP 2012, 1885 (1891); vgl. auch den ausdrücklichen Wortlaut in *EuGH*, Rs. C-19/11, *Geltl*, NJW 2012, 2787, 2789 f., Rn. 55.

¹¹⁰ BGH NJW 2013, 2114 (2117, Rn. 25).

¹¹¹ So *Götze*, BB 1998, 2326 (2328 f.).

¹¹² *Schulte*, Insiderrechtliche Probleme bei der Due Diligence, 47.

¹¹³ *Ibid.*, 47.

¹¹⁴ Empirisch untersucht von *Berens/Strauch*, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 40 („Akquisition in 60% der Fälle“); ohne empirische Grundlage: *Schulte*, Insiderrechtliche Probleme bei der Due Diligence, 47 („mindestens so wahrscheinlich wie das Scheitern“); a.A. *Bingel*, AG 2012, 685 (695) („besonders unwahrscheinlich“, „allenfalls offen“); *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642 (655) („hinreichende Wahrscheinlichkeit für ein Übernahmeangebot fehlt“); *Kocher/Widder*, BB 2012, 2837 (2840) („kein ausreichendes Indiz, dass Vertragsschluss überwiegend wahrscheinlich“).

¹¹⁵ Siehe dazu oben unter B.I.4.

¹¹⁶ Ebenso *Schulte*, Insiderrechtliche Probleme bei der Due Diligence, 47; *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 201; a.A. *Bingel*, AG 2012, 685 (696); *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 48. Diese sehen erst im zufriedenstellenden Abschluss der Due Diligence eine mögliche Insiderinformation. Dem ist entgegenzuhalten, dass bei hypothetischer Investition in unendlich gleichgelagerte Fälle bei einer Übernahmewahrscheinlichkeit von 60% ein sicherer Gewinn realisiert werden würde. Insofern dürfte der Markt sehr wohl schon auf die Information einer Due Diligence-Gewährung reagieren. Indes scheint auch die BaFin tendenziell erst deren Abschluss Insiderqualität zuzuerkennen, vgl. BaFin Emittentenleitfaden 2013, III.2.1.1.1, S. 33. *Gunßer*, Ad-hoc-Publizität bei Unternehmenskäufen und -übernahmen, 113 f.; *Götze*, BB 1998, 2326 (2328 f.); *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642 (655) und *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 113 führen noch vor dem *Geltl*-Urteil aus, dass es keine hinreichende Wahrscheinlichkeit des den Insidercharakter der Zwischenschritte sperrenden Endpunktes der Übernahme gibt. Nach der *EuGH*-Entscheidung und insbesondere in Anbetracht des

Endpunkt der Übernahme als Insiderinformation qualifiziert werden. Ausnahmefälle sind nur denkbar, wenn weitere Umstände die Übernahme dennoch eher unwahrscheinlich machen, etwa weil zuvor schon mehreren Interessenten eine Due Diligence gestattet worden war, ohne dass es jemals zu einer Transaktion kam.¹¹⁷

4. *Stake Building und Irrevocable Undertakings*

Im Vorfeld einer Übernahme versucht der Interessent regelmäßig bereits eine Soekelbeteiligung an der Zielgesellschaft im Wege des sog. Paketkaufs außerbörslich zu erwerben (*Stake Building*). Dies stellt ein wichtiges Mittel dar, um die Erfolgchance des späteren Angebots zu erhöhen, indem die für eine Überschreitung der Kontrollschwelle erforderliche Zahl hinzuzuerwerbender Aktien verringert wird.¹¹⁸ Außerdem erlauben der gesicherte Einfluss¹¹⁹ sowie die vorweisbaren Erfolge Druck bei Verhandlungen auszuüben¹²⁰ und weitere Aktionäre zur Veräußerung zu bewegen¹²¹. Bisweilen beschränkt sich der künftige Erwerber auch darauf, von Paketaktionären die unwiderrufliche Zusage zu bekommen, ihm im Falle eines Übernahmeangebotes ihre Aktien anzudienen (*Irrevocable undertakings*).¹²² All diese Maßnahmen stellen nach ihrer Vornahme abgeschlossene Rechtsgeschäfte und damit präzise nicht öffentliche Informationen mit Emittentenbezug dar. Insofern könnte das Bestehen einer Kursrelevanz sie als Insiderinformationen qualifizieren.

Die Tatsache einer so weit fortgeschrittenen Übernahmepvorbereitung wäre allein betrachtet zweifelsohne preiserheblich. Fraglich ist aber, wann sie im Kontext zu den vorherigen Insiderinformationen selbstständig zu einer solchen erwachsen kann. Scheint dieses Problem auf den ersten Blick vor allem dogmatischer Natur zu sein, weil man unabhängig von der Qualität einer Information Tatbestände der MAR zumindest immer auch in Bezug auf die vorangegangene Insiderinformation erfüllen wird, so zeigt sich bei genauer Betrachtung die Wichtigkeit genauer Differenzierung für das Strafmaß und die Praxis der Ad-hoc-Publizität bzw. der Selbstbefreiung gem. Art. 17 MAR: Insbesondere letztere setzt nämlich die Abgrenzung voraus, welche Tatsachen noch von einer früheren Freizeichnung gedeckt sind und wann eine neue erfolgen muss. Ist ein

Art. 7 II 2, III MAR ist jedoch eine Neubewertung erforderlich (vgl. dazu oben unter B.I.1.). Relevant kann jetzt nur noch die Wahrscheinlichkeit einer Kursbewegung nach Bekanntwerden der Due Diligence-Gewährung sein.

¹¹⁷ *Schulte*, Insiderrechtliche Probleme bei der Due Diligence, 47.

¹¹⁸ *Holfter*, Öffentliche Übernahme durch Anschleichen, 78; *Liebscher*, ZIP 2001, 853 (855); *Cascante/Topf*, AG 2009, 53; *Gimnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 115.

¹¹⁹ Zu denken ist vor allem an das Anfechtungsrecht der §§ 243 ff. AktG; vgl. *Liebscher*, ZIP 2001, 853 (855); *Gimnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 115.

¹²⁰ *Cascante/Topf*, AG 2009, 53; *Holfter*, Öffentliche Übernahme durch Anschleichen, 78; unter bestimmten Umständen kann so auch der Vorstand der Zielgesellschaft dazu gezwungen werden, Gespräche mit dem Bieter aufzunehmen, vgl. dazu: *Mielke*, in: Knott/Mielke (Hrsg.), Unternehmenskauf, Rn. 414.

¹²¹ *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340; *Liebscher*, ZIP 2001, 853 (855); *Gimnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 115.

¹²² *Nordholz*, in: Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 25a WpHG, Rn. 43; *Meyer/Kiesewetter*, WM 2009, 340; *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (598); *Gimnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 115.

Ereignis nur logische Folge eines früheren oder indiziert es denselben Informationsgegenstand, wird man wohl kaum von einer neuen Insiderinformation ausgehen können. Sonst würde man nur Nuancen alter Tatsachen ohne eigener Aussage individuellen Charakter beimessen. Die Folge wären unüberschaubare Tatbestandsausuferungen des Art. 7 MAR und damit verbundene Rechtsunsicherheit. Dem vorbeugend ist auch der Wortlaut des Art. 7 III MAR zu verstehen, welcher klarstellt, dass ein Zwischenschritt *für sich genommen/by itself* die Anforderungen an eine Insiderinformation erfüllen muss, um als solche zu gelten. Folglich hat jedes Einzelereignis auch eine eigene Kursrelevanz im Kontext zu den vorangegangenen aufzuweisen. Es ist also zu fragen, ob der effiziente Markt nach Verwertung aller bisherigen Insiderinformationen im Hinzutreten des neuen Umstandes einen weiteren Anreiz erblicken würde. Davon ist beim Beteiligungsaufbau eindeutig auszugehen, falls der Tatbestand des Art. 7 I MAR noch gar nicht verwirklicht wurde, etwa wenn der Plan einer feindlichen Übernahme nicht kursrelevant war und in Ermangelung kooperativer Maßnahmen mit der Zielgesellschaft das Stake Building den nächsten Schritt darstellt. Problematisch ist die Einordnung hingegen, wenn zuvor schon Insiderinformationen entstanden sind. Diese spiegeln nämlich bereits wider, dass der Weg zu einer Übernahme eingeschlagen wurde. Da der Beteiligungsaufbau hierbei völlig üblich ist, verkörpert er nur eine logische Konsequenz und wäre vom verständigen Anleger schon bei Erhalt der vorherigen Information berücksichtigt worden. Insofern fehlt es regelmäßig an einem den Kurs beeinflussenden neuen Anreiz.¹²³ Dies ändert sich allerdings, sobald vom Stake Building auf neue preiserhebliche Umstände geschlossen werden kann, z.B. die Unterstützung eines wichtigen Großaktionärs. Ebenso ist immer zu beachten, dass bei steigendem Beteiligungsaufbau äquivalent die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen Kontrollerwerbs¹²⁴ und damit zu realisierender Gewinne, vor allem in Form von Übernahmepremien, zunimmt.¹²⁵ Insofern gilt es, im Einzelfall abzuwägen, wann ein kundiger Anleger auf die Entwicklung reagieren würde. Das erfolgt spätestens, sobald der künftige Bieter den Paketerwerb als abgeschlossen betrachtet und folglich glaubt, ausreichend Beteiligungen erworben zu haben, um ein erfolgreiches Angebot abgeben zu können.¹²⁶ Daneben kann auch das Erreichen der Meldeschwellen aus den §§ 33, 34, 38 WpHG nach der gesetzlichen Wertung als Indiz eigener Preisrelevanz gesehen werden.¹²⁷ Demnach wird letztlich meist weniger der Beginn, als vielmehr der Abschluss eines Beteiligungsaufbaus eine neue Insiderinformation begründen.

¹²³ Vgl. zu dem Grundsatz, dass Kursentwicklungen bereits auf Grundlage anderer Informationen „eingepreist“ sein können: BaFin Emittentenleitfaden 2013, IV.2.2.14, S. 58; Schröder, HB KStR, Rn. 177; Meyer/Kiesewetter, WM 2009, 340 (341).

¹²⁴ Meyer/Kiesewetter, WM 2009, 340.

¹²⁵ *Ibid.*, 341.

¹²⁶ *Ibid.*, 341 – im Umkehrschluss.

¹²⁷ So im Ergebnis zur Preisrelevanz nach alter Rechtslage Witt, Übernahmen von Aktiengesellschaften und Transparenz der Beteiligungsverhältnisse, 273; Hommelhoff/Witt, in: Haarmann/Schüppen (Hrsg.), Frank. Komm., § 35 WpÜG, Rn. 112; Gimmich, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 115; nach Erlass der MAR können diese Vorschriften allenfalls nur noch als Richtwert im Rahmen der Gesamtabwägung, nicht aber als die Kursrelevanz gesetzlich definierende Normen gesehen werden, da eine Auslegung der europäischen Verordnung anhand nationaler Vorschriften unzulässig wäre.

5. *Business Combination Agreement*

Bei freundlichen Übernahmen wird der Bieter häufig über die Bitte nach einer Due Diligence hinaus von der Zielgesellschaft die Unterstützung seines beabsichtigten Angebotes ersuchen.¹²⁸ Die in der Folge abgeschlossene Investorenvereinbarung (*Business Combination Agreement*) kann sehr verschieden ausgestaltet werden und beispielsweise Eckpunkte des Übernahmeangebotes, Stellungnahmen des Vorstandes der Zielgesellschaft, Folgen für Arbeitnehmer und das Verbot der Förderung gegenläufiger Angebote enthalten.¹²⁹ Den meisten dieser geheimen Informationen kommt zweifelsohne Insidercharakter zu, da sie Aufschluss über den Inhalt des künftigen Übernahmeangebotes geben und somit dem kundigen Anleger zielgerichtete Spekulationen erlauben.¹³⁰ Fraglich ist jedoch, ob auch die Kenntnis des bloßen Umstandes, dass eine solche Vereinbarung geschlossen wurde, den Tatbestand des Art. 7 I MAR erfüllt. Dazu müsste der Tatsache eigene Kursrelevanz im Kontext zu den schon bestehenden Insiderinformationen zukommen.¹³¹ Hiergegen spricht die Vielgestaltigkeit von Business Combination Agreements, welche in ihrem Detailgrad erheblich variieren.¹³² Insofern ist kein Rückschluss auf konkrete Inhalte möglich, sondern nur auf die schon aus den vorigen Informationen ablesbare Unterstützung der Zielgesellschaft. Andererseits darf nicht verkannt werden, dass diese nun erstmalig rechtsverbindlich ist.¹³³ Zudem bestehen keinerlei Pflichten, einen solchen Vertrag einzugehen,¹³⁴ sodass auf eine beiderseitige Forcierung des konkreten Angebotes geschlossen werden kann, zumal Investorenvereinbarungen – im Gegensatz zu Vertraulichkeitsabreden und Due Diligence – nicht gegenüber einer Vielzahl von Interessenten erfolgen. Zwar darf gem. § 27 WpÜG kein Anspruch auf Angebotsförderung begründet werden, aber die Gutachten, auf welche sich spätere Empfehlungen stützen, können schon angefertigt werden.¹³⁵ Da das Entgegenkommen des Bieters, bestimmte Angebotsinhalte bereits im Voraus zu kommunizieren, nicht grundlos erfolgt, dürfte die Gegenleistung meist in einer solchen oder ähnlichen verbindlichen Förderung bestehen¹³⁶ und damit einen essentiellen Grundstein darstellen, um Aktionäre zur Veräußerung zu bewegen.¹³⁷ Angesichts dessen ist ein Business Combination Agree-

¹²⁸ *Oppenhoff*, in: Müller/Rödter (Hrsg.), HB AG, § 27, Rn. 112.

¹²⁹ *Kiem*, AG 2009, 301 (302 ff.); *Bouchon/Müller-Michaels*, in: Hölter (Hrsg.), HB Unternehmenskauf, Teil XI, Rn. 72; *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 109.

¹³⁰ *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 110, zur Kursrelevanz nach dem WpHG.

¹³¹ Siehe dazu oben unter C.I.4.

¹³² *Oppenhoff*, in: Müller/Rödter (Hrsg.), HB AG, § 27, Rn. 112.

¹³³ *Servatius*, in: Spindler/Stilz (Hrsg.), AktG, § 187, Rn. 19; *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 110; *Kiem*, AG 2009, 301 (307).

¹³⁴ *Kort*, in: Hirte/Mülbert/Roth (Hrsg.), AktG, § 76, Rn. 150; *Cahn*, in: FS Stilz, 99 (103).

¹³⁵ *Oppenhoff*, in: Müller/Rödter (Hrsg.), HB AG, § 27, Rn. 112; vgl. auch *Hippeli/Diesing*, AG 2015, 185 (192 f.); a.A. ohne nähere Begründung: *Kiem*, AG 2009, 301 (304/311 f.).

¹³⁶ *Kiem*, AG 2009, 301 (304); *Oppenhoff*, in: Müller/Rödter (Hrsg.), HB AG, § 27, Rn. 113.

¹³⁷ *Kort*, in: Hirte/Mülbert/Roth (Hrsg.), AktG, § 76, Rn. 150.

ment als sehr sicheres Indiz für ein baldiges Angebot mit guten Erfolgschancen zu sehen,¹³⁸ sodass schon dem Umstand seines Abschlusses eine eigene Kursrelevanz und damit Insidercharakter beigemessen werden muss.¹³⁹

II. Entscheidungsphase

1. Entscheidung zur Abgabe eines öffentlichen Angebotes

Sind die Maßnahmen der Vorbereitungsphase zufriedenstellend verlaufen, so trifft der Interessent den Entschluss, ein öffentliches Angebot abzugeben. Bevor er dies gem. § 10 I WpÜG veröffentlicht, handelt es sich dabei, wie beim anfänglichen Plan, um eine geheime innere Tatsache, sodass die dazu erfolgten Ausführungen¹⁴⁰ entsprechend gelten und eine präzise Information vorliegt. Im Unterschied zur oben dargestellten bloßen Intention ist nun aber das Bestehen eines Übernahmeangebotes gewiss, mit welchem der Markt die Erwartung verbindet, dass der Interessent zur Erreichung seines Zieles als Prämie einen höheren als den gegenwärtigen Kurs zahlen wird. Mithin würde der jetzige An- und spätere Verkauf der Papiere mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit die Realisierung erheblicher Gewinne erlauben.¹⁴¹ Infolge dieses Anreizes ist ein Erwerbsentschluss stets kursrelevant und als Insiderinformation einzustufen.¹⁴²

2. Angebotsinhalte

In den sich gem. § 14 I, II WpÜG anschließenden Wochen bis zur Veröffentlichung des Angebotes stellen dessen nunmehr detaillierter ausgearbeiteten Inhalte, wie schon beim Business Combination Agreement,¹⁴³ auch hier aufgrund ihres Potentials, zielgerichtete An- und Verkäufe der Wertpapiere zu ermöglichen sowie die Kursentwicklung abzuschätzen, preiserhebliche Insiderinformationen dar.¹⁴⁴

III. Angebots- und Annahmephase

In der darauffolgenden vier- bis zehnwöchigen Phase zwischen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und dem Ende der Annahmefrist können auf allen beteiligten Seiten verschiedene präzise Tatsachen entstehen, welche im Falle ihrer Kursrele-

¹³⁸ *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 110/Fn. 239, am Beispiel des Zusammenschlusses Daimler/Chrysler.

¹³⁹ So im Ergebnis zur Kursrelevanz nach dem WpHG: *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 110; *Oppenhoff*, in: Müller/Rödter (Hrsg.), HB AG, § 27, Rn. 115.

¹⁴⁰ Siehe oben unter C.I.1.

¹⁴¹ Üblich ist eine Prämie von zumeist mehr als 20%; siehe dazu oben unter B.I.4.

¹⁴² So auch zum WpHG: *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 157.

¹⁴³ Siehe oben unter C.I.5.

¹⁴⁴ So nach alter Rechtslage auch *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 120 f.; *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 157.

vanz als Insiderinformation behandelt werden müssen. Beim Bieter kommen dabei insbesondere Angaben zum aktuellen Wertpapier- und Stimmrechtsbestand in Betracht, welche er gem. § 23 I WpÜG regelmäßig zu veröffentlichen hat. Fraglich ist jedoch, ob diese Informationen bis dahin Art. 7 I MAR erfüllen. Das wird teilweise mit der Begründung verneint, die Erfolgswahrscheinlichkeit der Übernahme sei bereits nach Veröffentlichung des Erwerbsentschlusses in den Aktienkurs eingepreist worden, sodass keine erheblichen Kursbewegungen mehr erwartet werden könnten.¹⁴⁵ Für diese Überlegung spricht auch, dass der Zweck des § 23 WpÜG nicht in der Gewährleistung insiderrechtlicher Sicherheit am Finanzmarkt liegt, sondern im Ausgleich von Informationsdefiziten bei mit dem Angebot konfrontierten Aktionären¹⁴⁶. Allerdings darf man nicht verkennen, dass sich anhand der Angaben zur Akzeptanz des Angebotes Rückschlüsse auf dessen weiteren Verlauf und insbesondere auf die im konkreten Zeitpunkt vorliegende Erfolgswahrscheinlichkeit ziehen lassen.¹⁴⁷ Dies kann erhebliche Kursbewegungen sowohl für Aktien des Bieters als auch der Zielgesellschaft nach sich ziehen, sodass es sich richtigerweise um Insiderinformationen handelt.¹⁴⁸

Auf der anderen Seite können bei Zielgesellschaft oder Aktionären geheime Kenntnisse zu bevorstehenden Abwehrmaßnahmen oder konkurrierenden Angeboten i.S.v. § 22 WpÜG bestehen. Während erstere die Erfolgswahrscheinlichkeit des Angebotes merklich verringern, lassen letztere auf eine Erhöhung der gebotenen Gegenleistung schließen. Die gleichen Auswirkungen hat auch die noch nicht veröffentlichte Stellungnahme des Vorstandes.¹⁴⁹ All diese Tatsachen sind somit eindeutig kursrelevant und bis zu ihrem Bekanntwerden als Insiderinformationen zu behandeln.¹⁵⁰

IV. Integrationsphase

Nach Ablauf der Angebotsfrist hat der Bieter gem. § 23 I Nr. 2 WpÜG ein weiteres Mal seinen Wertpapier- und Stimmrechtsbestand zu veröffentlichen. Bis zur Kundgabe stellt auch diese Auskunft, den obigen Ausführungen entsprechend,¹⁵¹ eine Insiderinformation dar.

Sollte die Übernahme erfolgreich gewesen sein und der Bieter nunmehr mindestens 95% der Anteile halten, wird er anschließend oft einen sog. *Squeeze Out* gem. § 39a I

¹⁴⁵ *Vaupell/Uhl*, WM 2003, 2126 (2131).

¹⁴⁶ Zum sog. *Prisoners dilemma* siehe: *Möllers*, in: Hirte/Bülow (Hrsg.), Köln. Komm., § 23 WpÜG, Rn. 2 ff.; *Schröder*, in: Haarmann/Schüppen (Hrsg.), Frank. Komm., § 23 WpÜG, Rn. 4 ff.; *Oechsler*, in: Ehrlicke/Ekkenga/Oechsler (Hrsg.), WpÜG, § 23, Rn. 1; vgl. auch: RegE BT-Drs. 14/7034, S. 50.

¹⁴⁷ *Ginnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 122, der aber insofern seinen eigenen Ausführungen auf S. 121 widerspricht. Die Ablesbarkeit der Erfolgswahrscheinlichkeit erkennen auch *Vaupell/Uhl*, WM 2003, 2126 (2131, Fn. 43) an, allerdings nur als Ausnahme.

¹⁴⁸ *Möllers*, in: Hirte/Bülow (Hrsg.), Köln. Komm., § 23 WpÜG, Rn. 21; *Ginnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 122, der aber seinen eigenen Ausführungen auf S. 121 widerspricht.

¹⁴⁹ *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 200.

¹⁵⁰ *Ginnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 122; *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 200.

¹⁵¹ Siehe oben unter C.III.

WpÜG anstreben und versuchen, die verbleibenden Minderheitsaktionäre aus der Gesellschaft zu drängen. Die Aussicht auf derartige Änderungen in der Aktionärsstruktur löst unbestritten nach allgemeiner Markterfahrung¹⁵² sowie behördlicher Praxis¹⁵³ erhebliche Kursbewegungen aus. Der Beschluss einer solchen Maßnahme ist mithin als Insiderinformation zu qualifizieren. Richtigerweise kann dies aber nicht gelten, wenn der *Squeeze Out* schon mit dem Übernahmeangebot in Aussicht gestellt wurde¹⁵⁴ und sich damit bereits im Kurs widerspiegelt.¹⁵⁵

D. Insidergeschäfte im Rahmen von Unternehmensübernahmen

Werden die soeben dargestellten Insiderinformationen im Rahmen der Akquisition verwendet, so liegt ein strafbares Insidergeschäft vor. Da Bieter und Zielgesellschaft versuchen, ein solches tunlichst zu vermeiden, aber gleichzeitig möglichst viele Vorteile realisieren möchten, bedarf es einer klaren Abgrenzung des Nutzungsbegriffes im Kontext der Unternehmensübernahme. Daher soll im folgenden Kapitel analysiert werden, wie transaktionstypische Handlungen vor diesem Hintergrund zu bewerten sind und wann sie den Tatbestand der Art. 14 lit. a, 8 I MAR erfüllen.¹⁵⁶

I. Verwendung des eigenen Erwerbsentschlusses

Gibt der Bieter ein öffentliches Angebot ab, so erfolgt dies auf Grundlage seines Erwerbsentschlusses und mithin einer Insiderinformation,¹⁵⁷ sodass hierin eine Nutzung derselben gesehen werden könnte. Nachdem die herrschende Lehre eine derartig praxisfremde Auslegung bisher schon unter Verweis auf den Wortlaut abgelehnt hatte (die Umsetzung eines Entschlusses kann nicht gleichzeitig seine Verwendung sein),¹⁵⁸ stellt nun auch die neue MAR in Art. 9 V *expressis verbis* klar, dass die Verwirklichung einer Kaufentscheidung keine insidergeschäftliche Nutzung sein soll. Dadurch wird vor allem das *Stake Building* legitimiert, solange der Übernahmeplan die einzige dem Bieter bekannte Insiderinformation mit Bezug auf die Zielgesellschaft ist,¹⁵⁹ also noch keine

¹⁵² *Kießling*, Das übernahmerechtliche Squeeze-Out, 189; *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 84; *Pfüller*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 202; im Ergebnis auch *Buck-Heeb*, Kapitalmarktrecht, Rn. 391.

¹⁵³ BaFin Emittentenleitfaden 2013, IV.2.2.15, S. 59, dazu auch *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 15, Rn. 84.

¹⁵⁴ So z.B. in der Angebotsunterlage der Andritz Beteiligungsgesellschaft IV GmbH gegenüber Aktionären der Schuler AG, S. 27/59, abrufbar unter https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Angebotsunterlage/andritz.pdf?__blob=publicationFile&v=1.

¹⁵⁵ *Kießling*, Das übernahmerechtliche Squeeze-Out, 189.

¹⁵⁶ Vgl. dazu oben im Allgemeinen unter B.II.

¹⁵⁷ Siehe oben unter C.II.1.

¹⁵⁸ *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 31/138; *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 65; *Brandl/Süßmann*, AG 2004, 642 (644); *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 23; *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 170 f.; *Schröder*, HB KStR, Rn. 205.

¹⁵⁹ *Frankel/Grenzebach*, in: Hauschka/Moosmayer/Lösler (Hrsg.), Corporate Compliance, § 17, Rn. 59; *Hopt/Kumpfan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 94.

Due Diligence stattgefunden hat.

II. *Stake Building* und *Irrevocable Undertakings*

Baut ein Bieter hingegen mit Kenntnissen aus einer *Due Diligence* vor der Abgabe eines öffentlichen Angebotes Beteiligungen auf oder schließt *Irrevocable Undertakings ab*,¹⁶⁰ so besteht die Gefahr, dass er dabei zusätzliche Insiderinformationen nutzt, welche er zuvor im Rahmen der Unternehmensprüfung erlangt hat. Insbesondere das insiderrechtliche Schutzgut der Chancengleichheit¹⁶¹ ist bedroht, wenn im Wissen um geheime wertbildende Faktoren der Zielgesellschaft Aktien von uninformierten Anteilshabern erworben werden, die weniger Aspekte in ihre wirtschaftlichen Erwägungen einfließen lassen können und dadurch benachteiligt sind. Andererseits sind solche im Voraus geschlossenen Verträge oft essentieller Teil von Übernahmeprozessen, weshalb ein pauschales Verbot unter verkehrspraktischen Gesichtspunkten nur schwer gerechtfertigt werden kann. Insofern bedarf es einer genauen Grenzziehung, ab wann insiderrechtliche Interessen in strafbarer Weise beeinträchtigt sind.

1. *Face-to-face-Geschäfte*

Da die Ausnahmetatbestände des Art. 9 MAR vollständig dem *Spector*-Urteil des EuGH¹⁶² zum Nutzungsbegriff der alten Marktmissbrauchsrichtlinie¹⁶³ entnommen sind, kann davon ausgegangen werden, dass der Ordnungsgeber die hierbei aufgestellten Grundsätze auch bezüglich der neuen MAR für anwendbar erklären wollte.¹⁶⁴ Nach den Luxemburger Richtern impliziert bereits die Tatsache, dass in Kenntnis von Insiderinformationen gehandelt wird, deren Nutzung.¹⁶⁵ Diese Vermutung könne jedoch widerlegt werden, wenn keine Beeinträchtigung des Regelungszwecks, die Integrität der Finanzmärkte zu schützen und das Vertrauen der Investoren auf Gleichstellung zu stärken, zu befürchten ist.¹⁶⁶ Insofern ist das *Stake Building* grundsätzlich zulässig, soweit keine Benachteiligung anderer Marktteilnehmer durch den Informationsvorsprung erfolgt. Das ist unzweifelhaft anzunehmen, wenn der Vertragspartner über dieselben Kenntnisse wie der Bieter verfügt, also beide Insider sind (sog. *face-to-face-Geschäft*).¹⁶⁷

¹⁶⁰ Siehe dazu oben unter C.I.4.

¹⁶¹ Dazu *Hupka*, EuZW 2011, 860 (861 ff.).

¹⁶² EuGH, Rs. C-45/08, *Spector Photo Group*, Slg. 2009, I-12073.

¹⁶³ Richtlinie 2003/6/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 096/16.

¹⁶⁴ *Von der Linden*, DStR 2016, 1036 (1038); *Veil*, ZBB 2014, 85 (91).

¹⁶⁵ EuGH, Rs. C-45/08, *Spector Photo Group*, Slg. 2009, I-12073, Rn. 54; so nun auch die Erwägungsgründe 24, 25 MAR; siehe auch oben unter B.II.

¹⁶⁶ EuGH, Rs. C-45/08, *Spector Photo Group*, Slg. 2009, I-12073, Rn. 61 f.

¹⁶⁷ EuGH, Rs. C-391/04, *Georgakis*, Slg. 2007, I-03741, Rn. 38 f. (dazu schon oben unter C.I.1.) - Hierauf verweist auch das *Spector*-Urteil ausdrücklich (EuGH, Rs. C-45/08, *Spector Photo Group*, Slg. 2009, I-12073, Rn. 48); ebenso: *Bank*, NZG 2012, 1337 (1338); *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 190; *Wuntke/Richter*, in: Frodermann/Jannott (Hrsg.),

Jedoch könnte der Verordnungsgeber den speziellen Fall der Übernahme von diesem Grundsatz ausgenommen haben, denn Art. 9 IV UAbs. 2 MAR postuliert, dass beim Beteiligungsaufbau im Rahmen einer Akquisition gerade nicht von der Nutzungsvermutung abgesehen werden soll. Der Rückgriff auf eine ungeschriebene face-to-face-Ausnahme würde die Gefahr bergen, diese Regelung zu konterkarieren. Aufgrund dessen wollen gewichtige Stimmen in der Literatur den Paketerwerb nach einer *Due Diligence* generell von den legitimen Handlungen ausnehmen,¹⁶⁸ sodass nur noch *Irrevocable Undertakings* ohne Bindungswirkung vorab geschlossen werden könnten¹⁶⁹. Das hält indes nach hier vertretener Auffassung einer teleologischen Betrachtung nicht stand: Zweck der MAR ist es, Chancengleichheit zu garantieren, also die Ausnutzung von Informationsvorsprüngen zu verhindern. Art. 9 IV MAR ist mithin so zu verstehen, dass bestimmte Handlungen trotz Sondervorteils gestattet sind, solange kein Beteiligungsaufbau vorgenommen wird. Beim *face-to-face-Geschäft* gibt es aber gerade keinen Sondervorteil, sodass es nicht von der Sperrwirkung des UAbs. 2 erfasst sein kann. Dafür spricht auch folgende Überlegung: Jede Nutzung zerfällt denkbare in eine subjektive und eine objektive Komponente. Ersterer beinhaltet das Einfließenlassen der Information in wirtschaftliche Entscheidungen, wofür der Verordnungsgeber eine Vermutung aufstellt. Nur dies soll Art. 9 IV MAR seinem Wortlaut zufolge („*wird [...] nicht angenommen*“) widerlegen. Das *face-to-face-Geschäft* setzt jedoch auf einer ganz anderen Ebene an, nämlich der objektiven Eignung zur Erlangung eines Sondervorteils. Insofern kann sich die Rückausnahme des Art. 9 IV UAbs. 2 nicht hierauf erstrecken. Ist nämlich eine Nutzung schon nach den äußeren Umständen unmöglich, so kann eine subjektive Vermutung innerer Kausalität daran nichts mehr ändern. Ein Beteiligungserwerb zwischen zwei gleichermaßen informierten Insidern bleibt damit nach hier befürworteter Ansicht auch bei der Vorbereitung einer Übernahme zulässig.¹⁷⁰ Freilich ist dies nur vorstellbar, wenn der Verkäufer z.B. durch seine Stellung als Großaktionär von den bei der *Due Diligence* zu Tage geförderten Tatsachen wusste und der Handel in Ansehung seiner Person, also außerbörslich erfolgt (sog. Paketerwerb).¹⁷¹

2. Masterplan-Theorie

Ist das nicht der Fall, so stellt sich die Frage, ob auch andere Vorgehensweisen beim Beteiligungsaufbau die Anforderungen an eine teleologische Ausnahme im Sinne des

HB AktR, Kap. 13, Rn. 226; *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 62; *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 28; *Von der Linden*, DStR 2016, 1036 (1038); *Cascante/Bingel*, AG 2009, 894 (900 f.); *Viciano-Gofferje/Cascante*, NZG 2012, 968 (975 f.); *Brandl/Süßmann*, AG 2004, 642 (645); *Bussian*, WM 2011, 8 (11); BaFin Emittentenleitfaden 2013, III.2.2.1.4.2, S. 38.

¹⁶⁸ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 100; *Zetzsche*, in: Gebauer/Teichmann (Hrsg.), EnzEuR, Bd. 6, § 7 C, Rn. 154.

¹⁶⁹ *Zetzsche*, in: Gebauer/Teichmann (Hrsg.), EnzEuR, Bd. 6, § 7 C, Rn. 154.

¹⁷⁰ So im Ergebnis auch *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (598); a.A. *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 100; *Zetzsche*, in: Gebauer/Teichmann (Hrsg.), EnzEuR, Bd. 6, § 7 C, Rn. 154; *Krause*, CCZ 2014, 248 (252).

¹⁷¹ *Bussian*, WM 2011, 8 (13); *Cascante/Bingel*, AG 2009, 894 (902).

Spector-Urteils¹⁷² erfüllen. Die Vertreter der Masterplan-Theorie bejahten dies bisher, wenn der Gesamtplan zum Anteilswerb schon vor Kenntniserlangung der Insiderinformation gefasst war, weil selbige dann nicht kausal in die Entscheidung eingeflossen sei.¹⁷³ Inzwischen beschreibt Art. 9 IV MAR genau diese Konstellation, nimmt aber den Beteiligungsaufbau im Zuge von Übernahmen in UAbs. 2 ausdrücklich vom Geltungsbereich aus. Damit wurde dem Stake Building bei Bestehen eines Informationsvorsprungs die Grundlage entzogen, sodass die Masterplan-Theorie, welche anders als die *face-to-face*-Ausnahme auf subjektiver Ebene ansetzt, keine Anwendung mehr finden kann.¹⁷⁴

Die teilweise in der Literatur vorzufindende Auffassung, dass ein Masterplan gem. Art. 9 IV MAR zwar nicht die Nutzungsvermutung beseitigt, diese dann aber in einem zweiten Schritt widerlegt¹⁷⁵ geht dagegen fehl. Das paradoxe Ergebnis wäre ein Masterplan als Ausnahme vom Verbot, sich auf einen solchen zu berufen, denn indem Art. 9 IV MAR auf Informationsgewinnung und -weiterverwendung innerhalb des vorgezeichneten Weges zur Kontrollerlangung Bezug nimmt, gießt er die Masterplan-Theorie für Übernahmen in Gesetzesform. Daher ist nur noch außerhalb von Übernahmen Platz für eine ungeschriebene Masterplan-Ausnahme.¹⁷⁶

Wichtig ist aber, dass sich der Ausschluss des Stake Buildings in UAbs. 2 *expressis verbis* lediglich auf *diesen Absatz* bezieht. Die Berufung auf einen Gesamtplan wird daher nur ausgeschlossen, soweit die Tatbestandsvoraussetzungen des Art. 9 IV MAR erfüllt sind. Eine davon ist die Erlangung der Information im Rahmen der Übernahme. Die Sperrwirkung greift also beim bloß strategischen Stake Building nicht.¹⁷⁷ Ferner muss die Information ausschließlich im Rahmen der Übernahme weiterverwendet werden. Das Transaktionsvorhaben soll demnach der Masterplan sein und im Falle des Beteiligungsaufbaus als solcher ausscheiden. Nach hier vertretener Auffassung wird deshalb ein Investor nicht von der Regelung erfasst, wenn er den Plan eines langfristigen Beteiligungsaufbaus verfolgt und erst während dessen Ausführung auf die Idee kommt, darüber hinaus auch den Versuch eines öffentlichen Angebots zu starten und um eine Due Diligence zu bitten. Der schon zuvor bestehende Gesamtplan eines sukzessiven Stake Buildings war nämlich niemals der einer Übernahme. Dagegen lässt sich anführen, dass der Beteiligungsaufbau dennoch die Chancen des öffentlichen Angebots befördert und daher den Fällen gleichgestellt werden sollte, in welchen dies originär beabsichtigt war. Wohl deshalb wird nach Teilen des Schrifttums jedes Geschäft, das der

¹⁷² Die darin aufgestellten Ausnahmen sind ausdrücklich nicht abschließend, vgl. hierzu oben unter B.II.

¹⁷³ *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 196; *Viciano-Gofferje/Cascante*, NZG 2012, 968 (976 f.); *Bank*, NZG 2012, 1337 (1340 f.); *Cascante/Bingel*, AG 2009, 894 (902); *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 165; *Bussian*, WM 2011, 8 (12 f.); *Cascante/Bingel*, NZG 2010, 161 (163); *Hasselbach*, NZG 2004, 1087 (1091).

¹⁷⁴ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 98; ausführlicher klarstellend nochmals *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765 (774, Fn. 42).

¹⁷⁵ *Krause*, CCZ 2014, 248 (252 f.).

¹⁷⁶ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 98; ausführlicher klarstellend nochmals *Hopt/Kumpan*, ZGR 2017, 765 (774, Fn. 42).

¹⁷⁷ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 98.

Übernahme objektiv dient, von der Sperrwirkung erfasst.¹⁷⁸ Dem ist aber entgegenzuhalten, dass die Norm durch das Wort „um“¹⁷⁹ deutlich macht, dass allein das subjektive Ziel entscheidend ist. Im oben geschilderten Fall erfolgte diese Zwecksetzung vor dem Transaktionsplan und war demnach nicht auf diesen gerichtet. Auch eine Neudefinition infolge des geänderten Vorhabens scheidet aus, wenn bei Scheitern der Übernahme der strategische Beteiligungsaufbau fortgesetzt werden soll. Insofern kann es keinen Unterschied machen, ob mit der Übernahme noch während oder erst nach dem sukzessiven Anteilskauf begonnen wird. Die Sperrwirkung des Art. 9 IV UAbs. 2 MAR erfasst also nur Fälle, in denen der Masterplan Teil des Übernahmeplans ist, nicht aber solche, in denen beide zweigleisig nebeneinander existieren. In letzterer Konstellation ist daher zu erwägen, ob der Gesamtplan Grundlage einer Ausnahme im Sinne des *Spector*-Urteils sein kann.

Dagegen wird teilweise eingewandt, dass es praktisch unmöglich ist, den Nachweis zu erbringen, ob der Erwerbsentschluss als innere Tatsache auf einem zuvor gefassten Plan oder den Ergebnissen der *Due Diligence* beruht.¹⁸⁰ Im konkret diskutierten Fall müsste außerdem bewiesen werden, dass das Vorhaben eines sukzessiven Beteiligungsaufbaus schon vor der Übernahmeabsicht existierte. Weiterhin könne nicht geleugnet werden, dass die in der *Due Diligence* erlangten Kenntnisse die tatsächliche Ausführung des Geschäfts zumindest gefördert hätten.¹⁸¹ Insofern wäre die Berufung auf eine Gesamtstrategie lediglich eine Schutzbehauptung zur Umgehung des Verwendungsverbotens.¹⁸² Aus diesen Gründen wollen einige die Masterplan-Theorie völlig ablehnen;¹⁸³ andere sie wiederum dahingehend einschränken, dass bei Umsetzung des Vorhabens keinerlei Ermessensspielraum mehr bestehen darf.¹⁸⁴ Der EuGH hat es möglicherweise auch deswegen bisher vermieden, seine Urteile auf die Masterplan-Theorie zu stützen, wengleich gelegentlich – ohne hinreichende Grundlage¹⁸⁵ – versucht wird, einen solchen Bezug in seine Entscheidungen hineinzulesen.¹⁸⁶

Nichtsdestotrotz sind all diese Schwierigkeiten letzten Endes Probleme der Beweis-

¹⁷⁸ So wohl *Ibid.*, § 107, Rn. 98.

¹⁷⁹ Auch die anderen Sprachfassungen der MAR stützen die Auslegung eines subjektiv zu setzenden Zwecks: Eng.: „uses that inside information solely for the purpose of proceeding“; Fr.: „et utilise cette information privilégiée dans le seul but de mener à bien cette offre publique d’acquisition“.

¹⁸⁰ *Wackerbarth/Eisenhardt*, Gesellschaftsrecht II, Rn. 904; *Bussian*, WM 2011, 8 (13); *Wackerbarth*, in: Goette/Habersack/Kalss (Hrsg.), MüKo AktG, § 3 WpÜG, Rn. 37.

¹⁸¹ *Wackerbarth/Eisenhardt*, Gesellschaftsrecht II, Rn. 904; *Wackerbarth*, in: Goette/Habersack/Kalss (Hrsg.), MüKo AktG, § 3 WpÜG, Rn. 37.

¹⁸² *Bussian*, WM 2011, 8 (13); *Wackerbarth*, in: Goette/Habersack/Kalss (Hrsg.), MüKo AktG, § 3 WpÜG, Rn. 37; *Wackerbarth/Eisenhardt*, Gesellschaftsrecht II, Rn. 904; dazu (im Ergebnis aber ablehnend) auch: *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 195.

¹⁸³ *Wackerbarth*, in: Goette/Habersack/Kalss (Hrsg.), MüKo AktG, § 3 WpÜG, Rn. 37; *Wackerbarth/Eisenhardt*, Gesellschaftsrecht II, Rn. 904.

¹⁸⁴ *Viciano-Gofferje/Cascante*, NZG 2012, 968 (977); *Marsch-Barner*, in: Semler/Volhard (Hrsg.), HB Unternehmensübernahmen, Bd. 1, § 7, Rn. 120; *Schäfer*, in: Schäfer/Hamann (Hrsg.), Kapitalmarktgesetze, § 14 WpHG, Rn. 12; *Widder*, BB 2010, 515.

¹⁸⁵ *Bank*, NZG 2012, 1337 (1341).

¹⁸⁶ So *Niekoleyczik/Gubitz*, GWR 2010, 159; *Widder*, BB 2010, 515 (517); *Widder/Bedkowski*, GWR 2010, 35; *Bussian*, WM 2011, 8 (13).

erhebung und nicht des materiellen Rechts. Sie können einer Anwendung der Masterplan-Theorie also keinesfalls entgegenstehen. Ein Nachteil zulasten von Schutzgütern ist dabei nicht zu befürchten, denn es wird zwar eine Ausnahme von der Nutzungsvermutung gemacht, die Voraussetzungen derselben, folglich also die oben genannten unsicheren Umstände, müssen aber weiterhin der Angeklagte beweisen. Gelingt ihm dies, so steht das Fehlen einer strafbegründenden Kausalität außer Frage. Daher lohnt sich stets eine lückenlose Dokumentation sämtlicher Entscheidungsprozesse.¹⁸⁷

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass *Stake Building* und *Irrevocable Undertakings* zulässig sind, wenn beide Vertragspartner gleichermaßen Insider sind. Dass der Gesamtplan zum Beteiligungsaufbau schon vor Erlangung der Information bestand, reicht indes nicht mehr aus; vielmehr muss er schon vor dem Fassen der Übernahmeabsicht vorgelegen haben. Beim *Stake Building* sind daher strafbare Insidergeschäfte in zwei Richtungen denkbar: Einerseits durch den mit überlegenem Wissen handelnden Bieter; andererseits aber auch durch einen Verkäufer, der kraft seiner Stellung als Großaktionär über Kenntnisse verfügt, die der Erwerber vor allem bei feindlichen Übernahmen in Ermangelung einer *Due Diligence* nicht hat.

3. Fälle von besonderer Relevanz

In der Praxis ergeben sich bei Anwendung dieser Grundsätze vor allem zwei Problemkonstellationen. Besondere Bedeutung kommt dabei dem sog. *alongside purchase* zu, also dem Fall, dass der Bieter nach Durchführung der *Due Diligence* mehr Aktien erwirbt als ursprünglich beabsichtigt.¹⁸⁸ Nach den oben aufgestellten Regeln, müsste die Beurteilung eines solchen Vorgehens indes eindeutig sein, denn der Käufer kann sich nicht auf einen Masterplan berufen, da er – selbst wenn ein solcher schon zu Anbeginn existierte – von selbigem abgewichen wäre, wohl aber auf das Vorliegen eines face-to-face-Geschäfts, wenn der Vertragspartner den gleichen Wissensstand hatte. Dennoch wird teilweise eine generelle Strafbarkeit befürwortet.¹⁸⁹ Insbesondere die BaFin forderte bisher das kumulative Bestehen von Gesamtplan und Informationsgleichheit.¹⁹⁰ Dabei verkennt sie jedoch, dass es sich hierbei um nebeneinander stehende Ausnahmegründe handelt, die getrennt voneinander zur Straffreiheit führen. Es ist nicht ersichtlich, warum der nach einer *Due Diligence* gefasste Entschluss zum Mehrerwerb sanktioniert werden sollte, wenn die von der MAR geschützten Rechtsgüter aufgrund des Fehlens einer Informationsasymmetrie nicht betroffen sind.¹⁹¹ Angesichts dessen, dass dieses

¹⁸⁷ *Cascantel/Topf*, AG 2009, 53 (56 f.); *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 165; *Bussian*, WM 2011, 8 (13); *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 58.

¹⁸⁸ *Bank*, NZG 2012, 1337 (1338); *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 79.

¹⁸⁹ *Wuntke/Richter*, in: Frodermann/Jannott (Hrsg.), HB AktR, Kap. 13, Rn. 226; *Hilgendorf*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, § 14 WpHG, Rn. 154; *Hasselbach*, NZG 2004, 1087 (1091); *Karrer*, in: Szesny/Kuthe (Hrsg.), Kapitalmarkt Compliance, Kap. 10, Rn. 4; *Drinkuth*, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, § 60, Rn. 47.

¹⁹⁰ BaFin Emittentenleitfaden 2013, III.2.2.1.4.2, S. 38.

¹⁹¹ *Bank*, NZG 2012, 1337 (1338); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (598); *Nikoleyczik/Gubitz*, GWR 2010, 159 (160); *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 200; *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 79.

Problem weiterhin nicht ausdrücklich gesetzlich geregelt ist, muss aber davon ausgegangen werden, dass die BaFin an ihrer Rechtsauffassung festhalten wird.¹⁹²

Eine wichtige Neuerung stellt hingegen Art. 8 I 2 MAR dar, wonach nunmehr auch die Stornierung von Anteilskäufen nach Erlangung von Insiderinformationen aus der *Due Diligence* eine strafbare Nutzung derselben darstellt. Insofern findet unter der Verordnung eine bedeutende Tatbestandserweiterung statt, da der Rücktritt von einem Geschäft nach bisheriger Rechtslage weder Erwerb noch Veräußerung i.S.v. § 14 I Nr. 1 WpHG a.F. war.¹⁹³

III. Verwendung von Insiderinformationen bei der Angebotsgestaltung

Neben dem Beteiligungsaufbau stellt sich die Frage, inwieweit Insiderinformationen aus der *Due Diligence* im weiteren Übernahmeprozess und insbesondere bei Ausfertigung des öffentlichen Angebotes Verwendung finden können. Anders als in der alten Marktmissbrauchsrichtlinie¹⁹⁴ gibt es in der MAR hierfür keine generelle Bereichsausnahme,¹⁹⁵ wohl aber sog. *Safe Harbours* mit legitimen Handlungen in Art. 9. Dabei gewinnt Art. 9 IV MAR zur Fortsetzung von Akquisitionen besondere Bedeutung, denn er statuiert, dass eine Nutzung von Insiderinformationen nicht vorliegt, wenn selbige im Zuge der Übernahme eines Unternehmens erlangt wurden und ausschließlich Verwendung finden, um die Übernahme auf Grundlage eines öffentlichen Angebotes weiterzuführen. Dabei muss die Tatsache ihren Charakter als Insiderinformation aber spätestens im Zeitpunkt der Annahme durch die Anteilseigner verloren haben, also z.B. veröffentlicht worden sein. Das heißt jedoch keinesfalls, dass alle bei der *Due Diligence* übermittelten Daten bekannt gegeben werden müssen. Vielmehr ist zunächst zu prüfen, ob schon nach den zuvor genannten Grundsätzen eine Nutzung durch den Telos der Verordnung ausgeschlossen ist. So sieht der EuGH den Schutzzweck mangels Sondervorteil nicht als einschlägig an, wenn das Wissen zu einem höheren als dem aktuellen Börsenpreis führt.¹⁹⁶ Wird hingegen aufgrund der Insiderkenntnisse vom eigenen Erwerbsplan Abstand genommen, liegt weder ein Erwerb gem. Art. 8 I 1 MAR, noch eine Stornierung bereits erteilter Aufträge gem. Art. 8 I 2 MAR¹⁹⁷ vor,

¹⁹² So haben beispielsweise schon *Wuntke/Richter*, in: Frodermann/Jannott (Hrsg.), HB AktR, Kap. 13, Rn. 226 die Auffassung der BaFin zum WpHG auf die MAR übertragen.

¹⁹³ *Hilgendorf*, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, § 14 WpHG, Rn. 134/154; *Giering*, CCZ 2016, 214 (215); *Krause*, CCZ 2014, 248 (251); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (597); *Viciano-Gofferje/Cascante*, NZG 2012, 968 (969).

¹⁹⁴ Erwägungsgrund 29 RL 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 28. Januar 2003, erhältlich im Internet: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32003L0006&from=DE>> (besucht am 25. April 2018); eine Bereichsausnahme ableitend: *Niekoleyczik/Gubitz*, GWR 2010, 159 (160); *Bussian*, WM 2011, 8 (12); *Widder*, BB 2010, 515 (517); *Fromm-Russenschuck/Banerjea*, BB 2004, 2425 (2427); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (598); *Drinkuth*, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, § 60, Rn. 46; dazu auch *Viciano-Gofferje/Cascante*, NZG 2012, 968 (977); a.A. wohl damals schon BaFin Emittentenleitfaden 2013, III.2.2.1.4.3, S. 39.

¹⁹⁵ *Klöhn*, AG 2016, 423 (433); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (598).

¹⁹⁶ EuGH, Rs. C-45/08, *Spector Photo Group*, Slg. 2009, I-12073, Rn. 59; ebenso *Viciano-Gofferje/Cascante*, NZG 2012, 968 (978).

¹⁹⁷ *Viciano-Gofferje/Cascante*, NZG 2012, 968 (969).

sodass die Strafbarkeit ebenfalls entfällt. Der Anwendungsbereich des Art. 9 IV MAR erfasst mithin nur noch Fälle, in denen die Insiderinformation mitursächlich für Bedingungen und Preissenkungen des öffentlichen Angebotes ist.¹⁹⁸ Nur dann hat eine Veröffentlichung der geheimen Tatsachen durch Zielgesellschaft oder Bieter, z.B. mit der Angebotsunterlage¹⁹⁹ zu erfolgen. Inwiefern dies wiederum zulässig ist, muss in Ansehung des Innenverhältnisses zwischen den Beteiligten der *Due Diligence* beurteilt werden. Deshalb ist es ratsam, sich in einer vorherigen Vertraulichkeitsvereinbarung die Bekanntgabe von Daten vorzubehalten, um deren Verwendung für das öffentliche Angebot zu ermöglichen.²⁰⁰

IV. Verstöße beim Dual-Track-Verfahren

Beim sog. Dual-Track-Verfahren bereitet die Zielgesellschaft zeitgleich eine Auktionsveräußerung der eigenen Anteile sowie die Börseneinführung derselben vor.²⁰¹ Zu Ende geführt wird letztlich der Weg, welcher die höchste Bewertung verspricht. Sollte beim Börsengang dennoch nicht der erwartete Wert realisiert werden, kommt immer noch eine nachträgliche Übernahme durch einen an dem vorangegangenen Auktionsverfahren beteiligten Interessenten in Betracht. Insiderrechtliche Fragen werden dabei vor allem aufgeworfen, wenn selbigem schon geheime Tatsachen im Rahmen einer *Due Diligence* weitergegeben wurden. Diese stellten damals zwar mangels Emittenteneigenschaft²⁰² des Targets noch keine Insiderinformationen dar,²⁰³ könnten nun aber durch die Börseneinführung zu solchen erwachsen sein. Voraussetzung ist jedoch, dass sie inzwischen nicht bekannt gemacht worden sind, was regelmäßig mit der Veröffentlichung des Wertpapierprospekts geschehen sein dürfte. Allerdings müssen Planzahlen hierin nicht angegeben werden und erfüllen daher oft Art. 7 I MAR, wenn sie ihre Relevanz nicht durch Zeitablauf verloren haben.²⁰⁴ Gibt nun der Interessent auf Grundlage dieser Daten ein Angebot ab, so läge eine Nutzung derselben vor, wenn er nicht mehr in Umsetzung seines ursprünglichen Erwerbsentschlusses handelt.²⁰⁵ Mithin muss im Einzelfall präzise abgegrenzt werden, ob der Bieter seine Kaufentscheidung aus dem Auktionsverfahren zwischenzeitlich aufgegeben hat oder noch auf deren Basis agiert.²⁰⁶ Ein verbotenes Insidergeschäft liegt dabei immer dann nahe, wenn das zweite Angebot in modifizierter Form oder aufgrund einer Unterbewertung ergeht und dadurch einen neuen Entschluss infolge überlegenen Wissens vermuten lässt.

¹⁹⁸ *Ibid.*, 977 f. ebenso zur alten Rechtslage.

¹⁹⁹ *Drinkuth*, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, § 60, Rn. 50.

²⁰⁰ *Ibid.*

²⁰¹ *Brettell/Kauffmann/Kühn/Sobczak*, Private Equity-Investoren, 117; *Drinkuth*, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, § 60, Rn. 51; *Simmat/Schneider*, in: Jesch/Striegel/Boxberger (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, § 17.

²⁰² Sofern die Anteile nicht schon an einem geregelten Markt gehandelt werden, siehe oben unter B.I.3.

²⁰³ *Drinkuth*, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, § 60, Rn. 51.

²⁰⁴ Noch zum WpHG: *Ibid.*

²⁰⁵ Vgl. oben unter D.I.

²⁰⁶ *Drinkuth*, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, § 60, Rn. 51.

V. Private Verwendung durch Organmitglieder und Mitarbeiter

Im Zuge der Übernahme erlangen Organmitglieder, Mitarbeiter und Hilfspersonen von Bieter und Zielgesellschaft für diese Kenntnis von Insiderinformationen. Machen sie selbige zur Grundlage eigener Privatgeschäfte, die nicht der Ausführung des Übernahmeplans dienen, so führt dies zu ihrer Strafbarkeit nach Art. 14 lit. a, 8 I MAR.²⁰⁷

VI. Verwendung durch andere Erwerber

Aus taktischen Gründen werden geheime Übernahmepläne von den Beteiligten oft an befreundete Banken oder Aktionäre weitergegeben, damit diese für sie im Voraus Anteile erwerben. Der Bieter versucht so, die Erfolgchancen seines späteren Übernahmeangebotes zu erhöhen (sog. *Warehousing*), während die Zielgesellschaft auf dessen Vereitelung hinwirken könnte (durch sog. *White knights*). Die Verwendung durch Dritte ist mithin beabsichtigte Folge einer Offenlegung von Übernahmeabsichten, sodass die Zulässigkeit solcher Maßnahmen im nächsten Kapitel gemeinsam erörtert werden soll.²⁰⁸

VII. Verwendung entgegen der prognostizierten Kursentwicklung

Von der MAR nicht ausdrücklich beantwortet wird die Frage, ob ein verbotenes Insidergeschäft vorliegt, falls der Marktteilnehmer in Kenntnis einer Insiderinformation eine der bisher als unzulässig beschriebenen Verwendungshandlungen durchführt, dabei allerdings entgegen dem von der Tatsache indizierten Kurs handelt. Denkbar ist eine solche Konstellation beispielsweise, wenn eine Anteilsakquisition trotz negativer Informationen aus einer *Due Diligence* zum Börsenpreis vollzogen wird, oder wenn ein Mitarbeiter im Wissen um das wahrscheinliche Scheitern der Übernahme aus ideellen Gründen dennoch Aktien des kursgefährdeten Unternehmens erwirbt.

In solchen Fällen fehlt es an einer Kausalität zwischen Insiderinformation und Geschäftsabschluss²⁰⁹ sowie der dem Nutzungsbegriff immanenten Vorteilsschöpfung²¹⁰. Wurde wider besseren Wissens gehandelt, so sind die Sonderkenntnisse nämlich gerade nicht in der Entscheidungsfindung berücksichtigt worden, sodass die grundsätzliche Nutzungsvermutung²¹¹ widerlegt ist. Dies wird teleologisch dahingehend untermauert,

²⁰⁷ Noch zum alten Recht: *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 142 ff.; *ders.*, ZGR 2002, 697 (704); *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 96; *Schwennicke*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG, § 3, Rn. 47.

²⁰⁸ Zur Weitergabe im Zuge des *Warehousing* siehe unter E.III.3.; zur Weitergabe an *white knights* siehe unter E.I.2.

²⁰⁹ *Zetzsche*, in: Gebauer/Teichmann (Hrsg.), EnzEuR, Bd. 6, § 7 C, Rn. 143; *Poelzig*, NZG 2016, 528 (533); *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 96; *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 188; *Viciano-Gofferje/Cascante*, NZG 2012, 968 (976).

²¹⁰ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 96.

²¹¹ Siehe dazu oben unter B.II.

dass die vom Verordnungszweck geschützte Chancengleichheit der Marktteilnehmer²¹² bei Handlungen entgegen der ökonomischen Vernunft gar nicht gefährdet ist, da sich der Informationsvorsprung nicht auf das Geschäft auswirkt.²¹³ Mithin ist eine Strafbarkeit des Insiders zu verneinen.²¹⁴ Gleichwohl wird man diese Ausnahme restriktiv handhaben müssen und nur in Fällen anwenden können, wenn die prognostizierte Kursentwicklung ex ante eindeutig war und es sich nicht nur um eine gewagte Spekulation in Umsetzung der Insiderinformation handelte.²¹⁵

E. Offenlegung von Insiderinformationen im Rahmen von Unternehmensübernahmen

Bei der Vorbereitung einer Unternehmensübernahme werden nicht nur viele Insiderinformationen verwendet, sondern vor allem auch im Zuge von Verhandlungen, Aufklärung und geschäftlicher Kommunikation offengelegt. Häufig ist dies sogar zwingend nötig, um keines der eben beschriebenen strafbaren Insidergeschäfte zu tätigen. Deshalb soll nun ergründet werden, in welchen Situationen es zur Weitergabe von geheimem Wissen kommen kann und unter welchen Voraussetzungen dies zulässig ist.²¹⁶

I. Durch die Zielgesellschaft

1. An den Erwerber

Im Rahmen einer freundlichen Übernahme ist der Bieter zur Durchführung einer *Due Diligence* bei der Zielgesellschaft auf deren Mitwirkung angewiesen, um die nötigen Auskünfte zu erlangen.²¹⁷ Werden dabei Insiderinformationen weitergegeben, so stellt sich die Frage, inwiefern dies eine strafrechtlich relevante Offenlegung gem. Art. 14 lit. c; 10 I MAR darstellt. Von einer solchen ist auszugehen, sobald die Übermittlung unrechtmäßig erfolgt.

Da die Regeln des § 14 WpHG a.F. schon auf einer fast wortgleichen EU-Richtlinie fußten, lassen sich hierzu erfolgte Wertungen weitgehend auf die neue MAR übertragen.²¹⁸ Folglich dürfte von der herrschenden Meinung anerkannt bleiben, dass eine Zulässigkeit im Sinne des Aktienrechts nach § 93 I 1, 2 AktG aufgrund der verschiedenen

²¹² Dazu *Hupka*, EuZW 2011, 860 (861 ff.).

²¹³ Zur bisherigen MAD: *Bussian*, WM 2011, 8 (11); *Cascante/Bingel*, AG 2009, 894 (899); *Koch*, DB 2005, 267 (269); vgl. auch zur bisherigen britischen Rechtspraxis Sec. 53 I a Criminal Justice Act 1993.

²¹⁴ Zur MAR: *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (598); *Viciano-Gofferjel/Cascante* NZG 2012, 968 (976); *Wuntke/Richter*, in: Frodermann/Jannott (Hrsg.), HB AktR, Kap. 13, Rn. 226; *Zetzsche*, in: Gebauer/Teichmann (Hrsg.), EnzEuR, Bd. 6, § 7 C, Rn. 143; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 96; ebenso zur bisherigen MAD: *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 188; *Bussian*, WM 2011, 8 (11); *Cascante/Bingel*, AG 2009, 894 (899).

²¹⁵ Dieses Problem aufwerfend *Cascante/Bingel*, AG 2009, 894 (899).

²¹⁶ Vgl. dazu oben unter B.III.

²¹⁷ *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 164.

²¹⁸ Vgl. Art. 10 MAR und Art. 3 MAD.

Schutzgüter nicht als insiderrechtlicher Rechtfertigungsgrund taugt.²¹⁹ Dennoch darf die Informationsübermittlung im Rahmen einer *Due Diligence* nicht gänzlich ausgeschlossen sein, denn eine derartige Auslegung wäre mit dem hohen wirtschaftlichen Bedürfnis nach einer Prüfung des preisintensiven Kaufgegenstandes sowie der Häufigkeit dieser Maßnahme praktisch nicht vereinbar.²²⁰ Hinzu kommt, dass eine solche Vorgehensweise beim Erwerb bedeutender Beteiligungen schon lange international anerkannt ist²²¹ und daher inzwischen europäisches Gewohnheitsrecht darstellen dürfte. Schließlich kommt es auch zu keinem Ungleichgewicht am Markt, denn die bezweckte Festlegung von Übernahmemodalitäten begründet weder Kursbewegungen noch Sondervorteile zulasten anderer.²²² Deutlich wird das insbesondere an dem Umstand, dass die Weitergabe der Informationen einem nicht gegen das Nutzungsverbot des Art. 8 I MAR verstoßenden²²³ Anteilserwerb dient, weshalb die vorgeschaltete Übermittlungshandlung teleologisch erst recht nicht untersagt sein kann.²²⁴ Insofern spricht viel dafür, die Unrechtmäßigkeit der Weitergabe zu verneinen.²²⁵

Jedoch fordert der EuGH ausdrücklich eine sehr enge Auslegung des Rechtmäßigkeitsmerkmals,²²⁶ sodass sich die Frage stellt, ab wann eine *Due Diligence* im Sinne seiner Rechtsprechung *unerlässlich*²²⁷ ist. Eine Ansicht nimmt dies erst an, wenn es um den Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung geht, die Offenlegung dem Unternehmensinteresse entspricht und die Vertraulichkeit vertraglich gewährleistet ist.²²⁸ Nach hier vertretener Auffassung liegt die Unerlässlichkeit faktisch schon viel früher vor, denn ein Vorstand, der ohne nähere Prüfung ein anderes Unternehmen übernimmt, würde ohne die gebotene Sorgfalt und mithin pflichtwidrig handeln.²²⁹ Umgekehrt täte der Vorstand einer Zielgesellschaft gut daran, ebendiese *Due Diligence* zu untersagen, wenn er sich damit dem Risiko strafbarer Informationsoffenlegung aussetzt.²³⁰ Somit wären Übernahmen

²¹⁹ *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 542; *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 108; a.A. *Royé/Fischer zu Cramburg*, in: Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 14 WpHG, Rn. 6; *Linker/Zinger*, NZG 2002, 497 (500); *Schroeder*, DB 1997, 2161 (2164); siehe auch oben unter B.III.

²²⁰ *Sethe*, ZBB 2006, 243 (252); *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 164; *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 305.

²²¹ *Pananis*, in: Joecks/Miebach (Hrsg.), MüKo StGB, Bd. 7, § 38 WpHG, Rn. 138.

²²² *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 164; *Pananis*, in: Joecks/Miebach (Hrsg.), MüKo StGB, Bd. 7, § 38 WpHG, Rn. 138; *Ziegler*, DStR 2000, 249 (253).

²²³ Siehe oben unter D.I.

²²⁴ Noch zum WpHG: *Pananis*, in: Joecks/Miebach (Hrsg.), MüKo StGB, Bd. 7, § 38 WpHG, Rn. 138; *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 305.

²²⁵ Dennoch a.A. *Weimann*, DStR 1998, 1556 (1560 f.); *Schäfer*, in: Schäfer/Hamann (Hrsg.), Kapitalmarktgesetze, § 14 WpHG, Rn. 75 f.; differenzierend *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 542 ff.

²²⁶ Siehe dazu oben unter B.III.; sowie auch ausdrücklich EuGH, Rs. C-384/02, *Grøngaard-Bang*, Slg. 2005, I-09939, Rn. 34.

²²⁷ EuGH, Rs. C-384/02, *Grøngaard-Bang*, Slg. 2005, I-09939, Rn. 34.

²²⁸ *Liese/Theusinger*, in: Hauschka/Moosmayer/Lösler (Hrsg.), Corporate Compliance, § 27, Rn. 37; *Bachmann*, ZHR 2008, 597 (625 f.); a.A. *Assmann*, ZHR 2008, 635 (652); *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 164.

²²⁹ *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 164.

²³⁰ *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 164.

praktisch unmöglich, weshalb eine *Due Diligence* stets als unerlässlich einzustufen ist.²³¹ Eine Ausnahme muss aber in den seltenen Fällen gelten, wenn die Einsichtnahme nur als Vorwand zum Zwecke der Ausspähung dient, denn dann fehlt es an der Unerlässlichkeit sowie einem legitimen Ziel, wodurch der Schutzzweck des Insiderrechts wieder greift.²³²

Außerdem empfiehlt es sich in Anbetracht von Art. 17 VII MAR besonders auf die Einhaltung der Vertraulichkeit zu achten.²³³

2. An konkurrierende Erwerber

Steht die Zielgesellschaft den Plänen des Erwerbsinteressenten abgeneigt gegenüber, so wird sie versuchen, einen befreundeten Dritten (sog. *white knight*) zum Kauf ihrer Anteile zu bewegen, um so die Übernahme zu vereiteln.²³⁴ Dies kann jedoch nur erfolgen, indem vom Erwerbentschluss des Bieters berichtet und damit eine Insiderinformation offengelegt wird. Zulässig ist die Suche nach einem *white knight* mithin nur, wenn sie gem. Art. 10 I MAR berechtigt ist. Unerlässlich dürfte sie aber nur schwerlich sein. Deshalb bietet es sich an, auf den systematischen Grundsatz der gesetzlichen Einheit zurückzugreifen, wonach insiderrechtlich nicht verboten sein kann, was übernahmerechtlich gestattet ist.²³⁵ Äußerst problematisch ist jedoch, dass das Übernahmerecht im Gegensatz zu den Marktmissbrauchsregeln noch nicht vollharmonisiert ist,²³⁶ weshalb man Gefahr läuft, niedere nationale Gesetze zur Auslegung höheren Unionsrechts heranzuziehen. Folglich können nur europäische Rechtssätze, die nicht mit der MAR als *lex posterior*²³⁷ kollidieren, eine Weitergabebefugnis begründen.

Der Rückgriff auf einen *white knight* wird in mehreren sekundärrechtlichen Normen mit dem Ziel auktionenähnlichen Wettbewerbs anerkannt;²³⁸ insbesondere der in §

²³¹ BaFin Emittentenleitfaden 2013, III.2.2.2.1, S. 41; *Pananis*, in: Joecks/Miebach (Hrsg.), MüKo StGB, Bd. 7, § 38 WpHG, Rn. 138; *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 164; *Widder/Kocher*, AG 2009, 654 (658); *Hasselbach*, NZG 2004, 1087 (1090); *Ziegler*, DStR 2000, 249 (253 f.); *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 183 ff.; wohl auch *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 108.

²³² So auch BaFin Emittentenleitfaden 2013, III.2.2.2.1, S. 41: Absicherung einer konkreten Erwerbsabsicht nötig.

²³³ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 108.

²³⁴ Siehe dazu schon oben unter D.VI.

²³⁵ *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 330; *Hasselbach*, NZG 2004, 1087 (1094); *Hopt*, in: FS Lutter, 1361 (1395); *ders.*, ZGR 2002, 333 (357); *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 186; vgl. auch oben unter B.III.

²³⁶ Während die Übernahmerrichtlinie nur einige Teilaspekte ihres Rechtsgebietes regelt und andere der staatlichen Reglementierung überlässt (vgl. nur Art. 13 RL 2004/25/EG), ist die MAR für das Insiderrecht zumindest im Bereich der Verbotstatbestände sowie der Transparenzpflichten abschließend (vgl. Erwägungsgrund 3-5 MAR, erhältlich im Internet: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:32014R0596&from=DE>> (besucht am 25.04.2018)). Der strafrechtliche Sanktionsrahmen liegt hingegen weiter in der Hand der Mitgliedsstaaten; vgl. hierzu *Klöhn*, AG 2016, 423 (425).

²³⁷ *Lex posterior derogat legi priori*; allgemeiner Grundsatz, nach welchem das spätere Gesetz dem früheren vorgeht, vgl. *Creifelds* (Begr.), Rechtswörterbuch, Stichwort: *lex posterior*, S. 818.

²³⁸ Vgl. dazu *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 219.

33 I 2 WpÜG umgesetzte Art. 9 II der Richtlinie 2004/25/EG²³⁹ gestattet Zielgesellschaften ausdrücklich die Suche nach einem alternativen Bieter.²⁴⁰ Davon sollen *expressis verbis* aber nur solche Erwerber erfasst sein, die ein konkurrierendes Angebot i.S.v. § 22 I WpÜG (Art. 13 lit. c RL 2004/25/EG) abgeben, sodass auch eine Informationsweitergabe bloß zu diesem Zweck gestattet sein kann.²⁴¹ Die Offenlegung gegenüber Dritten, damit sie als Verbündete lediglich eine kleinere Beteiligung aufbauen, um die Chancen des Übernahmebieters zu verringern, ist demnach unzulässig.²⁴² Die Zielgesellschaft hat also vor der Kontaktaufnahme abzuwägen, wie wahrscheinlich ein Auftreten des Informationsempfängers als konkurrierender Anbieter ist und auf dieser Grundlage über die Geeignetheit, Erforderlichkeit sowie Angemessenheit ihres Ersuchens zu entscheiden.²⁴³ Ein Ermessensspielraum steht ihr hierbei nach richtiger Ansicht nicht zu, weil der Erstbieter bei fehlgeschlagenen Aufforderungen alleiniger Leidtragender ist.²⁴⁴

Erhält der Dritte auf diese Weise von der Zielgesellschaft Informationen über den bevorstehenden Anteilserwerb,²⁴⁵ so unterliegt auch er grundsätzlich dem Verbot von Insidergeschäften.²⁴⁶ Obwohl die MAR einer Ausnahmeregelung für diesen Falls entbehrt, muss dennoch davon ausgegangen werden, dass bei anschließender Abgabe eines konkurrierenden Angebotes keine strafbewehrte Nutzung vorliegt, denn sonst würde die Berechtigung zur Suche eines *white knights* durch dessen Handlungsunfähigkeit konterkariert werden. Deshalb legitimiert § 2 V WpÜG (Art. 2 I d RL 2004/25/EG) im Übernahmerecht das gemeinsame Handeln zur Vereitelung eines öffentlichen Angebotes, sodass nach dem oben dargestellten Grundsatz gesetzlicher Einheit insiderrechtlich nichts anderes gelten kann. Zum selben Ergebnis führt auch ein Vergleich mit

²³⁹ Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABl. EG Nr. L 142/12.

²⁴⁰ Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 150; Klöhn, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 413; Mennicke, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 330; Schwark/Kruse, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 78.

²⁴¹ Hopt, in: FS Goette, 179 (188); Klöhn, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 413; Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 150; Hopt/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 91; a.A. Schwennicke, in: Geibel/Stußmann (Hrsg.), WpÜG, § 3, Rn. 46, der selbst beim Ziel der Abgabe eines konkurrierenden Angebotes die Möglichkeit einer strafbaren Offenlegung sieht.

²⁴² Schwark/Kruse, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 78; Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 150; Hopt, in: FS Goette, 179 (188); Hopt/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 112.

²⁴³ Klöhn, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 413; Mennicke, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 330.

²⁴⁴ Hopt/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 105, Fn. 4; Klöhn, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 413; a.A. Mennicke, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 208; Schneider/Singhof, in: FS Kraft, 585 (590). Die abweichende Ansicht, welche nur eine eingeschränkte gerichtliche Kontrolle fordert, verkennt, dass die Prüfung milderer Mittel klassische Aufgabe staatlicher Gerichte ist. Insofern wird die Erforderlichkeitsprüfung mit der Bestimmung des Weitergabezwecks verwechselt (so richtig Klöhn, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 322 f.).

²⁴⁵ Siehe dazu oben unter C.I.1.

²⁴⁶ Der sich anschließende Nutzungstatbestand soll zum Zwecke der Übersichtlichkeit an dieser Stelle untersucht werden.

der Gegenseite, auf welcher, wie später noch gezeigt werden soll,²⁴⁷ ebenfalls befreundete Dritte unter bestimmten Voraussetzungen Anteile für den Bieter erwerben dürfen. Insofern gebietet schon der Grundsatz der Waffengleichheit, dass selbiges auch für die Zielgesellschaft und ihren *white knight* gelten muss.²⁴⁸ Allerdings kommt es zu einer strafbaren Nutzung, sobald der Dritte die Information nicht mehr zur Vorbereitung eines konkurrierenden Angebotes verwendet, denn zum einen ist dieses Ziel nicht mehr von der Weitergabebefugnis gedeckt,²⁴⁹ zum anderen widerspricht es dem gesetzlichen Telos, wenn der massenhafte Ankauf von Aktien zum Zwecke der gewinnbringenden Weiterveräußerung an den Bieter den Übernahmewettbewerb behindert, obwohl ebendieser durch die Gestattung gemeinsamen Handelns gefördert werden soll.²⁵⁰

3. An Aktionäre

Im Rahmen von Hauptversammlungen informiert der Vorstand regelmäßig über die aktuelle Lage der Gesellschaft und beantwortet Fragen der Aktionäre. Dabei kann es aber zu einem prekären rechtlichen Konflikt kommen, denn einerseits gebietet § 131 I AktG dem Auskunftsverlangen von Anteilsinhabern nachzukommen, während andererseits Art. 14 lit. c) i.V.m. Art. 10 I MAR die Offenlegung von Insiderinformationen untersagt. Folglich wäre der Vorstand in der ausweglosen Situation, eine seiner Pflichten verletzen zu müssen, sobald die Fragen der Aktionäre Insiderwissen in Bezug auf die bevorstehende Übernahme tangieren. Um diesen Widerspruch auszuräumen, ist es also nötig, eine der genannten Normen zurücktreten zu lassen, sodass es nahe liegt, die Informationsweitergabe angesichts des gesellschaftsrechtlichen Zwangs als unerlässlich und mithin rechtmäßig anzusehen.²⁵¹

Dem würde auch nicht entgegenstehen, dass § 131 AktG nur niederes nationales Recht verkörpert, da der Auskunftsanspruch des Aktionärs eine international anerkannte Übung darstellt, die auch im Sekundärrecht der Europäischen Union verankert ist (z.B. in Art. 9 RL 2007/36/EG²⁵²). Für eine Ausnahme vom Offenlegungsverbot spricht außerdem der Umstand, dass das Insiderrecht, welches eigentlich die Anteilsin-

²⁴⁷ Siehe dazu unter E.III.3.

²⁴⁸ Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 152; ders., ZGR 2002, 697 (706 f.); diese systematische Begründung ablehnend, aber dennoch mit gleichem Ergebnis: Klöhn, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 219.

²⁴⁹ Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 152; vgl. auch Schwark/Kruse, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 78; vgl. auch oben unter E.I.2.

²⁵⁰ Klöhn, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 219; vgl. auch Schwark/Kruse, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 78.

²⁵¹ So noch zum Verhältnis von AktG und WpHG: Drinhausen, in: Hölters (Hrsg.), AktG, § 131, Rn. 34; Spindler, in: Schmidt/Lutter (Hrsg.), AktG, § 131, Rn. 84; Benner-Heinacher, DB 1995, 765 (766) (durch teleologische Reduktion); Schneider/Singhof, in: FS Kraft, 585, (597 f.) (Publizität muss dann gleichzeitig hergestellt werden); Schneider, in: FS Wiedemann, 1255 (1270); Franken/Heinsius, in: FS Budde, 213 (240).

²⁵² Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften, ABl. EG Nr. L 184/17.

haber schützen soll, denselben nicht durch Informationsverweigerung zum Nachteil reichen darf.²⁵³ Dabei würde man jedoch verkennen, dass eben nicht nur die wenigen anwesenden Aktionäre, sondern vielmehr alle Marktteilnehmer in ihrem Vertrauen auf Chancengleichheit und Handelsintegrität von der MAR geschützt werden.²⁵⁴ Dementsprechend schreibt die Verordnung in Art. 17 I 2 vor, dass eine Informationsbekanntmachung *ad hoc* nur gegenüber der gesamten Öffentlichkeit erfolgen dürfe. Angesichts dieser Wertung kann eine bloße Mitteilung gegenüber einzelnen Anlegern nicht rechtmäßig sein.²⁵⁵ Folglich würde sich der Vorstand strafbar machen, wenn er Aktionärsfragen durch Weitergabe von Insiderinformationen beantwortet, sodass ihm nach § 131 III Nr. 5 AktG ein Auskunftsverweigerungsrecht in der Hauptversammlung zusteht.²⁵⁶

Daneben stellt sich aber noch die Frage, ob auch eine Offenlegung gegenüber einzelnen Aktionären den Tatbestand der Art. 14 lit. c, 10 I MAR erfüllt, wenn sie zum Zwecke der Übernahme erfolgt. Zu denken ist dabei insbesondere an die Kalamität, dass Beteiligungen im Vorfeld des öffentlichen Angebotes von einem Insider nur erworben werden können, wenn der Verkäufer über denselben Informationsstand verfügt.²⁵⁷ Insofern hat eine Zielgesellschaft, welche die Übernahme fördern möchte, oft das Bedürfnis, auch einzelne Aktionäre über relevante Tatsachen aus der Due Diligence zu informieren. Dies ist allerdings wiederum nur gestattet, sofern es sich dabei um *unerlässliche* Maßnahmen handelt. Der Wortlaut dieser vom EuGH²⁵⁸ aufgestellten Anforderung wirkt sehr restriktiv, sodass nur zulässig scheint, was für die Durchführung der Akquisition zwingend ist.²⁵⁹ Ein Vergleich mit anderen Sprachfassungen des Urteils zeigt jedoch, dass die Formulierung *streng notwendig* wohl eine zutreffendere Übersetzung des dänischen Originaltextes sein dürfte.²⁶⁰ Eine statthafte Informationsübermittlung liegt deshalb nach hier vertretener Auffassung erst vor, wenn ihr Ausbleiben eine ernsthafte Gefahr für den Übernahmeerfolg darstellen würde; nicht aber schon, wenn,

²⁵³ Spindler, in: Schmidt/Lutter (Hrsg.), AktG, § 131, Rn. 84; Benner-Heinacher, DB 1995, 765 (766).

²⁵⁴ Noch zum WpHG: Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 87; ders., AG 1997, 50 (57); Soesters, Die Insiderhandelsverbote des Wertpapierhandelsgesetzes, 194; Rothweiler, Der Informationsfluss vom beherrschten zum herrschenden Unternehmen, 248 ff.; Klöhn, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 359.

²⁵⁵ Noch zum WpHG: Mennicke, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 279; Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14 WpHG, Rn. 87; ders., AG 1997, 50 (57); Klöhn, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 359; Soesters, Die Insiderhandelsverbote des Wertpapierhandelsgesetzes, 193 f.; Gimmich, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 190 f.

²⁵⁶ Royé/Fischer zu Cramburg, in: Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 14 WpHG, Rn. 6; Mennicke, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 279; Ziemons, AG 1999, 492 (498); Gimmich, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 191.

²⁵⁷ Siehe dazu oben unter D.II.1.

²⁵⁸ EuGH, Rs. C-384/02, *Grøngaard-Bang*, Slg. 2005, I-09939, Rn. 34.

²⁵⁹ So auch Wolffsky, Marktmissbrauchsverbote nach dem Markttransparenzstellengesetz, 26; Hilgendorf, in: Park (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht, Kap. 3, § 14 WpHG, Rn. 169; Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 74a f., welcher den Geltungsbereich der Unerlässlichkeitsanforderung auf die Weitergabe an Betriebsexterne einschränkt.

²⁶⁰ Vgl. dazu die jeweiligen Sprachfassungen des Urteils EuGH, Rs. C-384/02, *Grøngaard-Bang*, Slg. 2005, I-09939, Rn. 34. Dänisch: *strengt nødvendig*; Englisch: *strictly necessary*; dazu auch: Klöhn, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 325.

wie von vielen Stimmen vertreten,²⁶¹ die Maßnahme bloß erforderlich ist. Vor der Weitergabe an einen Aktionär hat die Zielgesellschaft folglich sehr zurückhaltend zu erwägen, ob die Unternehmensübernahme bei Scheitern des face-to-face-Geschäfts ebenfalls gefährdet ist. Das wird man richtigerweise nur bejahen können, wenn es sich bei dem Informationsempfänger um einen Großaktionär handelt, ohne dessen Unterstützung der Bieter wahrscheinlich nicht zur Abgabe eines öffentlichen Angebotes schreiten würde.²⁶²

Schließlich besteht noch die Möglichkeit, dass die Zielgesellschaft im Vorfeld der Übernahme Informationen gegenüber ausgewählten Aktionären offenlegt, um deren allgemeines Verkaufsinteresse auszuloten. Dies ist gem. Art. 11 I lit. a MAR als Marktsondierung grundsätzlich zulässig,²⁶³ allerdings nur, soweit die Bekanntgabe zur Eruierung des potenziellen Interesses, insbesondere bezüglich Umfang und Preis, objektiv erforderlich²⁶⁴ ist und auch subjektiv einzig diesem Zweck dient²⁶⁵. Außerdem müssen die in den Absätzen 3 und 5 niedergelegten Pflichten, vor allem solche zur Dokumentation und Information, beachtet werden. Strittig ist jedoch, ob darüber hinaus auch die vor Erlass der MAR vom EuGH in der *Grøngaard-Bang*-Entscheidung aufgestellten Grundsätze²⁶⁶ zu befolgen sind. Das liegt zwar durch die Vergleichbarkeit der damaligen Regelung mit der MAR nahe, muss aber richtigerweise dennoch im Bereich der Marktsondierung verneint werden.²⁶⁷ Art. 11 IV MAR erkennt diese nämlich ausdrücklich als Ausnahme zu Art. 10 I MAR an.²⁶⁸ Außerdem würde durch ein ungeschriebenes Unerlässlichkeitsmerkmal das von Art. 11 II MAR – im bewussten Gegensatz zu Abs. 1 – statuierte Erforderlichkeitskriterium für den Bieter einer Übernahme nivelliert werden.²⁶⁹ Schließlich könnte eine Marktsondierung in der Praxis den hohen Anforderungen des EuGH nur schwerlich genügen – dass ein solches Vorgehen aber

²⁶¹ *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 325 ff., welcher bezweifelt, dass der EuGH sich mit dem Anfügen des Attributs „streng“ überhaupt etwas gedacht hat. Es ist jedoch verfehlt, den Bedeutungsgehalt eines Urteils mit der Begründung zu kürzen, das Gericht wäre sich seiner Wortwahl nicht bewusst gewesen. Dadurch würde man die Deutungshoheit des EuGH unterlaufen. Vielmehr muss von Absicht ausgegangen werden, denn in, Rn. 36 seines Urteils verwendet der EuGH nur noch das Wort *Erforderlichkeit* ohne Präfix, sodass dem Voranstellen des Attributs *streng* in, Rn. 34 eine bewusste Steigerung zugrunde liegt; ebenso ohne nähere Begründung auf Erforderlichkeit abstellend: *Schwintek*, EWIR 2006, 155 (156).

²⁶² Im Ergebnis ähnlich, aber noch zum WpHG: *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 188 f.

²⁶³ Vgl. *Renz/Leibold*, CCZ 2016, 157 (163 f.); *Seibt/Wollenschläger*, AG 2014, 593 (599); *Zetzsche*, in: Gebauer/Teichmann (Hrsg.), EnzEuR, Bd. 6, § 7 C, Rn. 168 f.

²⁶⁴ ESMA, Final Report ESMA/2015/1455, Kap. 4.3.1, S. 23, Rn. 76 – demgegenüber ist jedoch nicht erforderlich, dass die Marktsondierung selbst notwendig ist, siehe dazu *Zetzsche*, in: Gebauer/Teichmann (Hrsg.), EnzEuR, Bd. 6, § 7 C, Rn. 168.

²⁶⁵ *Grundmann*, in: Staub (Begr.), Großkommentar HGB, Bd. 5, Teil 6, Rn. 426/Fn. 1090.

²⁶⁶ Siehe dazu oben unter B.III.

²⁶⁷ *Tissen*, NZG 2015, 1254 (1255); *Krause*, CCZ 2014, 248 (254); *Zetzsche*, AG 2016, 610 (614); *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 113; a.A. *Veil*, ZBB 2014, 85 (92); tendenziell wohl auch *Poelzig*, NZG 2016, 528 (535).

²⁶⁸ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 113; *Zetzsche*, AG 2016, 610 (613) führt hingegen mit gleichem Ergebnis aus, Art. 11 MAR wäre nur ein Rechtsfolgenverweis auf Art. 10 I MAR.

²⁶⁹ *Zetzsche*, AG 2016, 610 (613); *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 113.

gerade nicht verhindert werden soll, zeigt schon die Existenz des Art. 11 MAR.²⁷⁰

4. An Betriebsinterne und -externe

Bei komplizierten Vorgängen wie einer Unternehmensübernahme ist eine gute Aufgabenverteilung und -delegierung essentiell für die Zielgesellschaft. Dazu ist es notwendig, Wissen sowohl intern zwischen Organen und Abteilungen, als auch extern mit Beratern und Dienstleistern auszutauschen. Eingeschlossen sind unweigerlich Insiderinformationen, wie der Erwerbsplan des Bieters oder der Inhalt schon abgeschlossener Vereinbarungen, sodass deren Weitergabe gem. Art. 10 I MAR unter Berücksichtigung des *Grøngaard-Bang*-Urteils²⁷¹ für die Berufsausübung unerlässlich sein muss. Wie oben dargelegt, ist dies im Sinne einer strengen Notwendigkeit zu verstehen,²⁷² was angesichts der Komplexität juristischer und wirtschaftlicher Belange bei der Hinzuziehung von Rechtsanwälten und Wirtschaftsberatern regelmäßig der Fall sein dürfte.²⁷³

Bei Betrachtung unternehmensinterner Abläufe ist eine solche Beschränkung hingegen völlig impraktikabel:²⁷⁴ Viele interne Mitteilungen sind zwar nützlich, aber nicht streng notwendig. Es kann jedoch nicht erwartet werden, dass Angestellte bei ihrer arbeitstypischen Kommunikation ständig derart differenzierende Abwägungen anstellen und entsprechend weitreichende Schutzvorkehrungen untereinander etablieren. Sobald die innerbetriebliche Informationsweitergabe eher Ausnahme als Regel ist, wird ein Unternehmen organisatorisch fast handlungsunfähig. Für eine Weitung des Ausnahmetatbestandes in diesem Kontext spricht außerdem nicht nur die wirtschaftliche Praxis, sondern ebenso der Telos des Offenlegungsverbot, der die Anzahl von Insidern, welche die Information nutzen könnten, begrenzen soll.²⁷⁵ Die Weitergabe innerhalb einer organisatorischen Einheit stellt dabei nämlich eine viel geringere Gefahr dar, als die Einweihung Außenstehender. Auch der Wortlaut des Art. 10 I MAR, welcher von *normaler Berufsausübung* spricht, stützt einen weiter gefassten Auslegungsansatz.²⁷⁶ Vor diesem Hintergrund muss angenommen werden, dass der EuGH die Grundsätze seiner

²⁷⁰ Krause, CCZ 2014, 248 (254); Zetzsche, AG 2016, 610 (614); Hopt/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 113; Tissen, NZG 2015, 1254 (1255).

²⁷¹ EuGH, Rs. C-384/02, *Grøngaard-Bang*, Slg. 2005, I-09939, Rn. 34.

²⁷² Siehe oben unter E.I.3.

²⁷³ Klöhn, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 328; Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 97; Mennicke, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 259 ff. Zusätzlich muss die Weitergabe natürlich in einem engen sachlichen Zusammenhang zur konkreten Aufgabe des Externen stehen, vgl. dazu schon oben unter B.III.

²⁷⁴ Lenenbach, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, Rn. 13.160; Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 74b.

²⁷⁵ Noch zum Weitergabeverbot nach dem WpHG: Ritz, in: Just/Voß/Ritz/Becker (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 80; Lenenbach, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, Rn. 13.152; Klöhn, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 258; Mennicke, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 182; Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 74b.

²⁷⁶ Noch zur MAD: Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 74b.

Grøngaard-Bang-Entscheidung²⁷⁷, die Betriebsexterne zum Gegenstand hatte, gedanklich nicht auch auf innere Kommunikationsabläufe bezogen hat.²⁷⁸ Dafür spricht ferner, dass in der Lehre bis dahin meist zwischen der Weitergabe an In- und Externe unterschieden worden war,²⁷⁹ sodass der EuGH wahrscheinlich – wenn auch nicht ausdrücklich – diese Dogmatik beibehalten hat. Deshalb dürfte bei der Informationsoffenlegung zwischen Unternehmensorganen die bloße Sinnhaftigkeit ausreichen, um den Straftatbestand der Art. 14 lit. c; 10 I MAR entfallen zu lassen.²⁸⁰

II. Durch Aktionäre

Kauft der künftige Bieter schon vor Abgabe eines öffentlichen Angebotes durch außerbörsliche Paketerwerbe Anteile der Zielgesellschaft auf, so kann es sein, dass der Vertragspartner infolge seiner Aktionärsstellung über einen Insiderinformationsvorsprung verfügt. Handelt es sich dabei um wertsteigernde Tatsachen, so liegt zwar kein Verstoß gegen das Nutzungsverbot vor, da entgegen der prognostizierten Kursrichtung zu einem niedrigeren Börsenpreis verkauft wird.²⁸¹ Ein solcher Verlust ist aber natürlich nicht im Sinne des Veräußerers, sodass er bestrebt sein wird, durch Offenlegung²⁸² positiver Informationen seinen Gewinn zu steigern. Eine weit verbreitete Ansicht hält das für grundsätzlich zulässig, da die Konstellation mit der Weitergabe durch Emittent oder Bieter²⁸³ zur Schaffung einer face-to-face-Situation vergleichbar²⁸⁴ sei. Außerdem würde § 311 II BGB den Veräußerer im Wege der *culpa in contrahendo* (*c.i.c.*) zur Aufklärung verpflichten, sodass die Offenlegung unerlässlich und damit rechtmäßig wäre.²⁸⁵ Dabei wird jedoch zum einen verkannt, dass hier völlig andere Interessen die Notwendigkeit definieren²⁸⁶ und zum anderen, dass vorvertragliche Pflichten nur in Bezug auf negative

²⁷⁷ EuGH, Rs. C-384/02, *Grøngaard-Bang*, Slg. 2005, I-09939.

²⁷⁸ *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 46a; *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 74b; *Ritz*, in: Just/Voß/Ritz/Becker (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 89.

²⁷⁹ So ausdrücklich: *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 47; *Götz*, DB 1995, 1949; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG, § 13, Rn. 53 ff.; faktisch ebenso: *Ritz*, in: Just/Voß/Ritz/Becker (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 91/100; *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 243/258; dementsgegen nicht differenzierend: *Assmann*, AG 1994, 237 (247).

²⁸⁰ *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 74b.

²⁸¹ Siehe dazu oben unter D.VII.

²⁸² Zusammen mit der Offenlegung dürfte hier zeitgleich auch eine Nutzung vorliegen.

²⁸³ Siehe zur Weitergabe durch den Emittenten oben unter E.I.1.; zur Weitergabe durch den Bieter siehe unten unter E.III.2.

²⁸⁴ So noch zum WpHG: *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 312; kritisch zu dieser Gleichsetzung *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 427.

²⁸⁵ So noch zum Weitergabeverbot des WpHG: *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 166; *ders.*, AG 1997, 50 (56); *Marsch-Barner*, in: Semler/Volhard (Hrsg.), HB Unternehmensübernahmen, Bd. 1, § 7, Rn. 129; *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 312; *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 57; *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 194.

²⁸⁶ Hier wäre nur noch das parteiliche Interesse relevant, während in den Vergleichsfällen auch das der Zielgesellschaft Berücksichtigung fände; so auch *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 427.

Informationen zum Schutz des Erwerbers begründet werden²⁸⁷. Vielmehr würde man bei einer derartig pauschalen Bewertung das Offenlegungsverbot unterlaufen, wie folgendes Beispiel zeigen soll: Entspricht eine Übernahme nicht dem Interesse der Zielgesellschaft, so ist die Weitergabe von Insiderinformationen nicht im beruflichen Rahmen notwendig und daher eine *Due Diligence* abzulehnen. Gleichzeitig kann der AG auch ein anderweitiger Nachteil drohen, dessen Abwendung es erfordert, einem Großaktionär geheime Tatsachen bekannt zu geben.²⁸⁸ Wäre es nun rechtmäßig, dass dieser die Informationen anschließend bei einem Paketerwerb an den Interessenten übermittelt, so hätte das dieselbe Wirkung, wie wenn die ausdrücklich verbotene Offenlegung seitens der Zielgesellschaft erfolgt wäre. Insofern darf die Weitergabebefugnis der Partei nicht weiter reichen als die des Emittenten,²⁸⁹ sodass der außerbörsliche Beteiligungserwerb auch aus dessen Sicht streng notwendig sein muss. Entsprechend den obigen Ausführungen²⁹⁰ dürfte das nur der Fall sein, wenn die Übernahme dem Willen der Zielgesellschaft entspricht und es sich bei dem Verkäufer um einen Großaktionär handelt, ohne dessen Zustimmung der Bieter wahrscheinlich nicht zur Abgabe eines öffentlichen Angebotes schreiten würde. Ansonsten kann der Veräußerer nur ohne Hinweis auf die wertsteigernden Faktoren zum unterbewertenden Marktpreis anbieten und damit ein legales Geschäft entgegen dem prognostizierten Kurs abschließen.²⁹¹

Anders stellt sich die Situation bei Kenntnis negativer Insiderinformationen dar: Ein Verschweigen derselben wäre wohl nicht nur eine strafbare Nutzung,²⁹² sondern meist auch die Verletzung einer vorvertraglichen Aufklärungsfrist, für welche die Haftung aus der *c.i.c* greift.²⁹³ Demnach wäre es dem Aktionär völlig benommen, überhaupt noch Anteile zu veräußern, wenn die *c.i.c* nicht als Rechtfertigungsgrund für eine Offenlegung infolge gesetzlich bedingter Unerlässlichkeit gilt. Gegen das Eintreten der

²⁸⁷ Eine Aufklärungspflicht i.S.v. §§ 311 II, 241 II BGB besteht nur hinsichtlich für den Vertragsabschluss wesentlicher Punkte und betrifft vor allem die Durchführbarkeit des verfolgten Zwecks. Folglich können in aller Regel nur Risiken, nicht aber positive Informationen umfasst sein, vgl. *Emmerich*, in: Säcker/Rixecker/Oetker/Limperg (Hrsg.), MüKo BGB, § 311, Rn. 69; *Gehrlein/Suttschet*, in: Bamberger/Roth (Hrsg.), BeckOK BGB, § 311, Rn. 72. Jedenfalls dürfte auch immer das Fehlen von Schäden einen Haftungsanspruch ausschließen.

²⁸⁸ Zur Zulässigkeit dieser Maßnahme, wonach auf das Gesellschaftsinteresse abzustellen ist: *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 420/430; *Verse*, Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften, 543; *Bachmann*, ZHR 2008, 597 (625) – die zum WpHG gemachten Aussagen sind dabei problemlos auf die MAR übertragbar.

²⁸⁹ Noch zum WpHG: *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 430 ff.; ähnlich, aber zurückhaltender auch *Hasselbach*, NZG 2004, 1087 (1090), welcher ausführt, die Weitergabe von Insiderinformationen habe sich *vorrangig* nach dem unternehmerischen Interesse der Zielgesellschaft zu richten.

²⁹⁰ Siehe oben unter E.I.3.

²⁹¹ Siehe dazu oben unter D.VII.

²⁹² Nach der *Spector*-Entscheidung des EuGH, Rs. C-45/08, *Spector Photo Group*, Slg. 2009, I-12073, Rn. 54, wird bei Handlungen in Kenntnis der Insiderinformation deren Nutzung vermutet, siehe dazu oben unter B.II.

²⁹³ *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 312; *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 57; *Gimmich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 194; a.A. *Steinhauer*, Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität, 81 f., der gerade aufgrund des Weitergabeverbotes eine Aufklärungspflicht ausschließt. Dabei handelt es sich aber um einen Zirkelschluss. Zudem stellt er nach altem Schuldrecht wohl zu niedrige Anforderungen an die vorvertraglichen Pflichten, welche nunmehr in §§ 311 II, 241 II BGB Gesetzesrang gefunden haben.

Notwendigkeitsausnahme wurde jedoch bisher oft vorgebracht, dass die *c.i.c.* sowohl dem europäischen Recht als auch den nationalen Gesetzen der meisten Mitgliedsstaaten fremd sei.²⁹⁴ Ein Rückgriff auf dieses Institut wäre folglich nicht im Einklang mit der Harmonisierung des EU-Rechts und eine verbotene Auslegung desselben anhand niederer Normen.²⁹⁵ Mit Einführung von Art. 12 Rom II-VO²⁹⁶ und der damit verbundenen europarechtlichen Anerkennung vorvertraglicher Pflichtverletzungen²⁹⁷ kann dieser Einwand inzwischen aber nicht mehr zum Tragen kommen. Insofern steht einer Offenlegung negativer Informationen zur Durchführung einer außerbörslichen Paketveräußerung nichts entgegen.²⁹⁸

III. Durch den Bieter

1. *An die Zielgesellschaft*

Seit jeher besteht Einigkeit darüber, dass es dem künftigen Bieter möglich sein muss, die Zielgesellschaft vorab über seine Erwerbsabsicht in Kenntnis zu setzen.²⁹⁹ Ein Verbot dieser Weitergabe würde nicht nur die Ausnahme des Art. 9 IV MAR konterkarieren, sondern stünde auch anerkannten sowie notwendigen Verkehrspraktiken, wie der *Due Diligence*, entgegen. Insofern ist die Offenlegung meist unerlässlich für eine Akquisition. Zudem liegen Absprachen zum Zwecke einer freundlichen Übernahme stets im Interesse beider Seiten.³⁰⁰ Fraglich ist nur, ob dieses Verkehrsbedürfnis auch normativ eine ausdrückliche Rechtfertigung durch europäische Vorschriften erfährt. Zu denken wäre bei der Zusammenarbeit von Bieter und Target an ein gemeinsames Handeln i.S.v. § 2 V WpÜG (Umsetzung des Art. 2 I d RL 2004/25/EG), also das Treffen von Vereinbarungen im Hinblick auf den Erwerb von Wertpapieren oder der Nutzung

²⁹⁴ *Hasselbach*, NZG 2004, 1087 (1090). Das gilt aber nicht für alle Elemente der *c.i.c.* Zum Abbruch von Vertragsverhandlungen vgl. nur EuGH, Rs. C-334/00, *Tacconi*, Slg. 2002, I-7357.

²⁹⁵ Das war aber schon bisher zu kurz gegriffen: In vielen Ländern, wie Österreich, Vgl. § 859 ABGB; dazu: OGH Wien, Urteil vom 14. November 2012, Az.: 7 Ob 157/12g, gibt es nationale Vorschriften, die mit § 311 II BGB vergleichbar sind, andere Rechtsordnungen, wie die französische, dazu *Lorenz*, ZEuP 1994, 218 ff.; lösen den Problembereich vorvertraglicher Pflichten mithilfe des Deliktsrechts. Folglich ist zumindest der Rechtsgedanke hinter der *c.i.c.* schon seit jeher in den meisten Mitgliedsstaaten verankert.

²⁹⁶ Verordnung (EG) Nr. 864/2007 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. Juli 2007 über das auf außervertragliche Schuldverhältnisse anzuwendende Recht („Rom II“) – Die heutige Fassung des Art. 12 gilt seit dem 11. Juli 2008.

²⁹⁷ Dazu: *Junker*, in: Säcker/Rixecker/Oetker/Limberg (Hrsg.), MüKo BGB, Art. 12 Rom II-VO, Rn. 12 f.; *Spickhoff*, in: Bamberger/Roth (Hrsg.), BeckOK BGB, Art. 12 Rom II-VO, Rn. 1 f.

²⁹⁸ Im Ergebnis ebenso schon vor Einführung des Art. 12 Rom II-VO: Gimnich, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 195, Schmidt-Diemitz, DB 1996, 1809 (1811), in Bezug auf den Geltungsvorrang der MAD.

²⁹⁹ Noch zum WpHG: *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 332; *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 407; *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 79; *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 148; *Gimnich*, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen, 196.

³⁰⁰ Für den Bieter ergibt sich durch die Kooperation eine höhere Erfolgchance sowie die Möglichkeit einer *Due Diligence*, während das Interesse der Zielgesellschaft (definiert durch das der Aktionäre) auf die Vermeidung feindlicher Übernahmen gerichtet ist; dazu: *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 148; *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 332.

von Stimmrechten. Jedoch ist es der Zielgesellschaft nur in den von § 71 I AktG genannten Fällen erlaubt, eigene Aktien zu kaufen und eine Stimmrechtsausübung wird von § 71b AktG völlig ausgeschlossen. Folglich bleibt es bei einer bloß aus international anerkannten Verkehrsbedürfnissen hergeleiteten Gestattung der Weitergabe.

2. *An Aktionäre*

Kommt es vorab zu einem außerbörslichen Paketerwerb, so ist es nicht nur möglich, dass der Veräußerer durch seine Stellung als Großaktionär über einen Informationsvorsprung verfügt,³⁰¹ sondern auch für den Bieter kann sich ein solcher aus einer vorangegangenen *Due Diligence* ergeben. In diesem Fall ist er gezwungen, seine Kenntnisse dem Vertragspartner mitzuteilen, um ein legales face-to-face-Geschäft³⁰² ohne Nutzung von Insiderwissen abzuschließen, sodass die Weitergabe für ihn regelmäßig unerlässlich ist. Jedoch war schon in Bezug auf die spiegelbildliche Offenlegung durch Aktionäre dargelegt worden, dass rechtmäßig erhaltene Insiderinformationen nur dann weitergegeben werden dürfen, wenn dies nicht nur für einen selbst, sondern auch für die Zielgesellschaft streng notwendig ist.³⁰³ Ansonsten würde das Verbot der Art. 14 lit. c, 10 I MAR ausgehebelt werden. Mithin ist zu fragen, ob auch eine direkte Offenlegung der Zielgesellschaft gegenüber ihrem Aktionär gerechtfertigt gewesen wäre. Das ist nach den oben hierzu aufgestellten Grundsätzen³⁰⁴ zu beurteilen und normalerweise zu bejahen, wenn das Unternehmen die Übernahme fördern möchte und der Paketerwerb essentiell für die spätere Abgabe eines öffentlichen Angebotes ist. Den Bieter trifft in Bezug auf den Gesellschaftswillen jedoch keine Nachforschungspflicht, da die *Due Diligence*, aus welcher die Insiderinformationen stammen, gerade in Kenntnis und zu dem Zweck gewährt wurde, dass übernahmetypische Vorbereitungshandlungen durchgeführt werden können. Folglich ist bis zum ausdrücklichen Widerruf ein konkludentes Einverständnis in die Offenlegung gegenüber Paketveräußerern zu unterstellen.³⁰⁵

Neben dem Abschluss von außerbörslichen face-to-face-Geschäften ist der Bieter oft auch daran interessiert, die allgemeine Veräußerungsbereitschaft der Aktionäre am Markt zu erforschen und so die Wahrscheinlichkeit eines Gelingens abzuschätzen. Dazu gibt er Insiderinformationen in Bezug auf seine Übernahmepläne gegenüber ausgewählten Anteilshabern preis und wertet deren Reaktionen aus. Diese sog. Marktsondierung ist, wie auch die der Zielgesellschaft,³⁰⁶ unter den Voraussetzungen des Art. 11 MAR gestattet. Insbesondere muss demnach der Umfang der Bekanntgabe zur Eruiierung des potenziellen Interesses objektiv erforderlich sein und auch subjektiv einzig diesem Zweck dienen,³⁰⁷ sodass eine Sondierung als Deckmantel für die Erreichung eines

³⁰¹ Dazu oben unter D.II.2. und E.II.

³⁰² Dazu oben unter D.II.1.

³⁰³ Siehe oben unter E.II; zur Übertragbarkeit des Grundsatzes auf den vorliegenden Fall: *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 433.

³⁰⁴ Siehe oben unter E.I.3.

³⁰⁵ *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 433.

³⁰⁶ Siehe dazu oben unter E.I.3.

³⁰⁷ Siehe oben unter E.I.3.

face-to-face-Geschäfts ausgeschlossen ist. In der Regel wird daher nur eine Übermittlung des Bieterinteresses sowie der Transaktionsbedingungen erfolgen.³⁰⁸ Weiterhin darf gem. Art. 11 II MAR nur ein Übernahmeangebot bezweckt werden. In Anbetracht des für ein solches auf die Richtlinie 2004/25/EG verweisenden Erwägungsgrundes 27 kann damit nach richtiger Ansicht nur ein Angebot i.S.d. Art. 2 I a dieser Richtlinie³⁰⁹ gemeint sein.³¹⁰ Nicht erfasst sind mithin einfache Erwerbsangebote zum Beteiligungsaufbau.

Als Besonderheit kommt bei einer Marktsondierung durch den Bieter hinzu, dass gem. Art. 11 II lit. b MAR auch die zu gewinnenden Informationen für den Übernahmeentschluss erforderlich sein müssen. Dies kann aber nicht im Sinne einer Notwendigkeit, wie sie die allgemeine Rechtfertigung einer Offenlegung nach Art. 10 I MAR fordert, verstanden werden,³¹¹ denn sonst hätte es des Art. 11 II MAR gar nicht erst bedurft. Die gesonderte Normierung weist vielmehr darauf hin, dass im speziellen Fall der Marktsondierung auch für den Bieter niedrigere Anforderungen gelten sollen. Insofern ist die bloße Förderlichkeit der Maßnahme ausreichend. An dieser dürfte es nur fehlen, wenn der Anteilswerb auch gegen den Willen der Aktionäre durchgesetzt werden könnte, etwa im Rahmen eines *Squeeze-Out*.³¹² In Anbetracht des ein vernünftiges Ermessen verlangenden Wortlautes sind darüber hinaus in besonders gelagerten Fällen wohl auch Angemessenheitserwägungen zu berücksichtigen.

Schließlich muss der Bieter noch beachten, dass Art. 11 II MAR – im bewussten Gegensatz zu Art. 11 Abs. 1 lit. d – nur ihn anspricht; die Hinzuziehung Dritter bei der Sondierung ist damit verboten.³¹³

3. An andere Erwerber

Nicht nur die Zielgesellschaft greift bei einer bevorstehenden Übernahme auf die Hilfe Dritter (*white knights*) zurück,³¹⁴ sondern auch der künftige Bieter spricht oft im

³⁰⁸ Tissen, NZG 2015, 1254 (1255); Hopt/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 112.

³⁰⁹ Demnach kann ein Übernahmeangebot nur auf den Erwerb der Kontrolle der Zielgesellschaft im Sinne des einzelstaatlichen Rechts gerichtet sein.

³¹⁰ Poelzig, NZG 2016, 528 (534); Hopt/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 112. a.A. Zetzsche, AG 2016, 610 (612); ders., in: Gebauer/Teichmann (Hrsg.), EnzEuR, Bd. 6, § 7 C, Rn. 219. Es wird zutreffend darauf hingewiesen, dass nach dieser Auslegung auf zwischen den EU-Staaten stark divergierende Kontrollschwellen zurückgegriffen werden müsste. Die damit verbundenen Unterschiede im Anwendungsbereich des Art. 11 MAR scheint der Verordnungsgeber angesichts des eindeutigen Wortlauts wohl aber gesehen und hingenommen zu haben. Darüber hinaus wird beanstandet, dass es zu einer Ungleichbehandlung zwischen Veräußerer- und Erwerberseite käme. Dies ist jedoch bewusst zwischen Art. 11 Abs. 1 und 2 angelegt worden und kann daher nicht als Gegenargument dienen.

³¹¹ Zu der Frage, ob die Unerlässlichkeit als ungeschriebenes Merkmal im Rahmen des Art. 11 MAR zu fordern ist siehe oben unter E.I.3.

³¹² In diesem Fall werden aber oft schon alle Informationen im Rahmen des öffentlichen Angebotes weitergegeben worden sein, siehe: Hopt/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 119.

³¹³ Zetzsche, AG 2016, 610 (612); Hopt/Kumpan, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 112.

³¹⁴ Dazu oben unter D.VI. und unter E.I.2.

Wege des sog. *Warehousing*s befreundete Aktionäre oder Banken an, damit diese für ihn Wertpapiere des Targets erwerben und so seine Erfolgchance vergrößern.³¹⁵ Dies setzt aber ebenfalls die Weitergabe des Übernahmeplans voraus, sodass sich letztlich dieselben Probleme wie bei der Einweihung des *white knight* stellen. Die Offenlegung ist demnach nur rechtmäßig, wenn und soweit ein Rechtssatz von europäischem Rang das Vorgehen ausdrücklich anerkennt und damit rechtfertigt.³¹⁶ Der in § 2 V WpÜG umgesetzte Art. 2 I d der Richtlinie 2004/25/EG legitimiert gemeinsames Handeln auf Interessentenseite allerdings nicht uneingeschränkt: Daran geknüpft sind mehrere übernahmerechtliche Voraussetzungen, wie eine nachhaltig angelegte Verhaltenskoordination.³¹⁷ Folglich darf lediglich in diesem gesetzmäßigen Rahmen eine Weitergabe durch den Erwerber und anschließend eine Nutzung durch den Dritten erfolgen.³¹⁸ Eine frühere Meinung, welche die Rechtmäßigkeit der Offenlegung gänzlich ablehnte,³¹⁹ steht dem aber nicht prinzipiell entgegen, weil es damals noch an einer gesetzlichen Ankererkennung des gemeinsamen Handelns fehlte.³²⁰

Problematisch an der neuen Rechtslage ist allerdings, dass § 2 V WpÜG über die europäische Richtlinie hinausgeht, denn letztere fordert zusätzlich eine Kontrollerlangung als Ziel des gemeinsamen Handelns. Da nur gleichrangiges Unionsrecht als Rechtfertigungsgrund innerhalb desselben fungieren kann, muss insofern nach hier vertretener Auffassung auch die Informationsweitergabe zum Zwecke der Kontrollerlangung erfolgen. Eine Offenlegung in der Absicht des bloßen gemeinsamen Beteiligungsaufbaus ist hingegen rechtswidrig.

4. An Betriebsinterne und -externe

In Bezug auf betriebsinterne Kommunikationsflüsse sowie die Hinzuziehung externer Berater gelten die zur Zielgesellschaft erfolgten Ausführungen entsprechend.³²¹

³¹⁵ Siehe oben unter D.VI. sowie weitergehend zum *Warehousing*: *Bueren/Weck*, BB 2014, 67 ff.

³¹⁶ Siehe oben unter E.I.2.

³¹⁷ *Angerer*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG, § 2, Rn. 30 f.; *Versteegen*, in: Hirte/Bülow (Hrsg.), Köln. Komm., § 2 WpÜG, Rn. 180; *Liebscher*, ZIP 2002, 1005 (1008); OLG Frankfurt, Urteil vom 26 Juni 2004, AG 2004, 617 (618); a.A. OLG Frankfurt, Urteil vom 14 November 2006, NZG 2007, 553 (557); *Casper*, ZIP 2003, 1469 (1474).

³¹⁸ *Hopt/Kumpan*, in: Schimansky/Bunte/Lwowski (Hrsg.), HB BankR, § 107, Rn. 91; *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 147; *Schwark/Kruse*, in: Schwark/Zimmer (Hrsg.), KMRK, § 14 WpHG, Rn. 77; *Mennicke*, in: Fuchs (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 99; *Klöhn*, in: Hirte/Möllers (Hrsg.), Köln. Komm., § 14 WpHG, Rn. 216; enger *Cascante/Topf*, AG 2009, 53 (58), nach denen der Entschluss des Dritten ausschließlich auf dem gemeinsamen Erwerbsplan beruhen darf. Nach hier vertretener Auffassung können weiterhin nur solche Pflichten, die dem europäischen Recht entstammen, als zwingende Voraussetzung gemeinsamen Handelns gelten. So kann die nicht zwischen Bieter und mit ihr gemeinsam handelnder Person differenzierende Veröffentlichung von Wertpapierbeständen zwar gegen § 23 I WpÜG verstoßen (dazu: *Thun*, in: Geibel/Süßmann (Hrsg.), WpÜG, § 23, Rn. 15 f.), eine Weitergabe von Insiderinformationen zum Zwecke dieses Vorgehens ist aber nicht zwangsläufig auch eine strafbare Offenlegung, weil die Richtlinie 2004/25/EG keine so weitreichenden Pflichten wie § 23 WpÜG aufstellt.

³¹⁹ *Vaupel/Uhl*, WM 2003, 2126 (2133 f.); *Assmann*, WM 1996, 1337 (1355) - insofern seine alte Meinung revidierend: *Assmann*, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), WpHG, § 14, Rn. 147.

³²⁰ Die Richtlinie 2004/25/EG wurde erst am 21 April 2004 erlassen; im nationalen Recht tauchte der Topos der gemeinsam handelnden Personen erstmals 2001 im WpÜG auf.

³²¹ Siehe oben unter V.I.4.

F. Resümee

Für die wirtschaftliche Praxis besonders erfreulich ist, dass die MAR den Gehalt vieler bisher geltender Normen übernommen und damit einen Rückgriff auf schon erfolgte Wertungen und Rechtsprechung ermöglicht hat. Im Ergebnis fand daher auch keine grundlegende Neubewertung der im Rahmen einer Übernahme relevanten Verbotstatbestände statt. Das vermag jedoch keine Simplizität der Thematik zu suggerieren – im Gegenteil: Oft stehen am Ende Wertungsfragen, die sich nur anhand des konkreten Sachverhalts im Lichte des Verordnungszwecks beantworten lassen. Begrüßenswert ist insofern aber, dass die EU einigen bisher nur durch Auslegung ermittelten Grundsätzen Gesetzesrang eingeräumt hat.

An entscheidenden Stellen kam es indes auch zu bedeutenden Reformen und Klarstellungen, durch welche neue Fragen aufgeworfen werden. Auffallend ist dabei, dass viele dieser Änderungen auf übernahmespezifische Begleithandlungen, wie Marktsondierungen und das *Stake Building* gerichtet sind. Im Dienste von Rechtssicherheit und Praktikabilität ist es daher nun Aufgabe von Literatur, Behörden und Rechtsprechung, zur Füllung der neu entstandenen Auslegungslücken beizutragen. Die unmittelbare und grenzüberschreitende Anwendbarkeit der Verordnung ist dabei von ganz besonderem Wert und stellt einen wichtigen Schritt auf dem Weg zu einer geeinten, europäischen Kapitalmarktunion dar.

SCHRIFTTUM

- Assmann, Heinz-Dieter, /Schütze, Rolf* (Hrsg.), Handbuch des Kapitalanlagerechts, 4. Auflage, München 2015.
- */Schneider, Uwe* (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz – Kommentar, 6. Auflage, Köln 2012.
 - Unternehmenszusammenschlüsse und Kapitalmarktrecht, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2008, 635-669.
 - Übernahmeangebote im Gefüge des Kapitalmarktrechts, insbesondere im Lichte des Insiderrechts, der Ad hoc-Publizität und des Manipulationsverbots, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2002, 697-730.
 - Rechtsanwendungsprobleme des Insiderrechts, Die Aktiengesellschaft 1997, 50-58.
 - Insiderrecht und Kreditwirtschaft, Wertpapiermitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 1996, 1337-1356.
 - Das künftige deutsche Insiderrecht, Die Aktiengesellschaft 1994, 237-258.
- Bachmann, Gregor*, Das Europäische Insiderhandelsverbot, Berlin/Boston 2015.
- Ad-hoc-Publizität, Insiderinformation, gestreckter Sachverhalt, Zwischenschritt, hinreichende Wahrscheinlichkeit/„Geltl“ - WpHG § 13 Abs. 1; RL 2003/6/EG Art. 1; RL 2003/124/EG Art. 1 (Kurzkommentar), Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht 2012, 467.
 - Kapitalmarktrechtliche Probleme bei der Zusammenführung von Unternehmen, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2008, 597-634.
- Balz, Ulrich/Arlinghaus, Olaf* (Hrsg.), Praxisbuch Mergers & Acquisitions, 2. Auflage, Landsberg 2007.
- Bamberger, Heinz Georg/Roth, Herbert* (Hrsg.), Beck'scher Online-Kommentar BGB, 43. Edition, Stand: 15.06.2017 (zitiert als: BeckOK BGB).
- Bank, Stephan*, Das Insiderhandelsverbot in M&A-Transaktionen, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2012, 1337-1342.
- Begemeier, Moritz*, Zur Reichweite der unionsrechtskonformen Auslegung im deutschen Straf- und Strafverfahrensrecht am Beispiel der „Spector Photo Group“-Entscheidung des EuGH, Onlinezeitschrift für Höchstgerichtliche Rechtsprechung zum Strafrecht 2013, 179-186, erhältlich im Internet <<https://www.hrr-strafrecht.de/hrr/archiv/13-05/index.php?sz=9>> (besucht am 20.04.2018).
- Benner-Heinacher, Jella*, Kollidiert die Auskunftspflicht des Vorstands mit dem Insidergesetz?, Der Betrieb 1995, 765-766.
- Berens, Wolfgang/Strauch, Joachim*, Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen - eine empirische Untersuchung, Frankfurt a.M. 2002.
- Bingel, Adrian*, Die „Insiderinformation“ in zeitlich gestreckten Sachverhalten und die Folgen der jüngsten EuGH-Rechtsprechung für M&A-Transaktionen, Die Aktiengesellschaft 2012, 685-700.
- Brandt, Oliver/Süßmann, Rainer*, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen, Die Aktiengesellschaft 2004, 642-658.
- Brettel, Malte/Kauffmann, Christian/Kühn, Christian/Sobczak, Christina*, Private Equity-Investoren - Eine Einführung, Stuttgart 2008.

- Buck-Heeb*, Petra, Kapitalmarktrecht, 8. Auflage, Heidelberg 2016.
- Bueren*, Eckart/*Weck*, Thomas, Warehousing in Kapitalmarkt- und Kartellrecht, Betriebs-Berater 2014, 67-75.
- Bussian*, Wolf, Die Verwendung von Insiderinformationen, Wertpapiermitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2011, 8-14.
- Cahn*, Andreas, Pflichten und Haftung der Erwerbengesellschaft bei M&A-Transaktionen, in: Habersack/Huber/Spindler (Hrsg.), Festschrift für Eberhard Stitz zum 65. Geburtstag, München 2014, S. 99-110.
- Cascante*, Christian/*Bingel*, Adrian, Ist "Nutzung" mehr als "Kenntnis"?, Die Aktiengesellschaft 2009, 894-903.
- */Topf*, Cornelia, "Auf leisen Sohlen" - Stakebuilding bei der börsennotierten AG, Die Aktiengesellschaft 2009, 53-72.
- Caspari*, Karl-Burkhard, Das geplante Insiderrecht in der Praxis, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1994, 530-546.
- Casper*, Matthias, Acting in Concert – Grundlagen eines neuen kapitalmarktrechtlichen Zurechnungstatbestandes, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2003, 1469-1477.
- Insiderverstöße bei Aktienoptionsprogrammen, Wertpapiermitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 1999, 363-370.
- Creifelds*, Carl (Begr.), Rechtswörterbuch, 21. Auflage, München 2014.
- Dickersbach*, Volker, Das neue Insiderrecht der Bundesrepublik Deutschland vor dem Hintergrund des europäischen Gemeinschaftsrechtes, Berlin 1996.
- Dombret*, Andreas, Übernahmeprämien im Rahmen von M&A-Transaktionen: Bestimmungsfaktoren und Entwicklungen in Deutschland, Frankreich, Großbritannien und den USA, Wiesbaden 2006.
- Dreyling*, Georg/*Schäfer*, Frank, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität: Praxis und Entwicklungstendenzen, Köln 2001.
- Ehricke*, Ulrich/*Ekkenga*, Jens/*Oechsler*, Jürgen (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz - Kommentar, München 2003.
- Erbs*, Georg/*Kohlhaas*, Max (Begr.), Strafrechtliche Nebengesetze, Band 2, Ergänzungslieferung 213, Stand: März 2017.
- Fleischer*, Holger/*Körber*, Torsten, Due diligence und Gewährung beim Unternehmenskauf, Betriebs-Berater 2001, 841-848.
- Franken*, Paul/*Heinsius*, Theodor, Das Spannungsverhältnis der allgemeinen Publizität zum Auskunftsrecht des Aktionärs, in: Förschle/Kaiser/Moxter (Hrsg.) Rechenschaftslegung im Wandel – Festschrift für Wolfgang Dieter Budde, München 1995, S. 213-242.
- Frodermann*, Jürgen/*Jannott*, Dirk (Hrsg.), Handbuch des Aktienrechts, 9. Auflage, Heidelberg 2017 (zitiert als: HB AktR).
- Fromm-Russenschuck*, Viola/*Banerjea*, Nirmal Robert, Die Zulässigkeit des Handels mit Insiderpapieren nach Durchführung einer Due Diligence-Prüfung, Betriebs-Berater 2004, 2425-2428.
- Fuchs*, Andreas (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) – Kommentar, München 2009.
- Gebauer*, Martin/*Teichmann*, Christoph (Hrsg.), Enzyklopädie Europarecht – Band 6: Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, Baden-Baden 2016 (zitiert als: EnzEuR).

- Gehrmann*, Philipp, Das Spector-Urteil des EuGH – Zur Beweislastumkehr beim Insiderhandel, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2010, 48-52.
- Geibel*, Stephan/*Süßmann*, Rainer (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) – Kommentar, 2. Auflage, München 2008.
- Giering*, Thomas, Das neue Kapitalmarktmissbrauchsrecht für Emittenten, Corporate Compliance Zeitschrift 2016, 214-220.
- Gimnich*, Martin, Insiderhandelsverbot und Unternehmensakquisitionen - Bestandsaufnahme und Ausblick nach der Marktmissbrauchsrichtlinie und dem Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, Köln 2007.
- Goette*, Wulf/*Habersack*, Mathias/*Kalss*, Susanne (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 6, 3. Auflage, München 2011 (zitiert als: MüKo AktG).
- Götz*, Jürgen, Die unbefugte Weitergabe von Insiderfakten – Anmerkungen zu § 14 Abs. 1 Nr. 2 WpHG, Der Betrieb 1995, 1949-1953.
- Götze*, Cornelius, Ad-hoc-Publizitätspflicht bei Zulassung einer Due Diligence durch AG-Vorstand?, Betriebs-Berater 1998, 2326-2330.
- Gunßer*, Christian, Ad-hoc-Publizität bei Unternehmenskäufen und -übernahmen, Halle (Saale) 2008.
- Haarmann*, Wilhelm/*Schüppen*, Matthias (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz: Öffentliche Übernahmeangebote (WpÜG) und Ausschluss von Minderheitsaktionären (§§ 327a-f AktG), 2. Auflage, Frankfurt a.M. 2005 (zitiert als: Frank. Komm. WpÜG).
- Habersack*, Mathias/*Müllbert*, Peter/*Schlitt*, Michael (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Auflage, München 2013.
- Handbuch der Kapitalmarktinformation, 1. Auflage, München 2008.
- Harbarth*, Stephan, Ad-hoc-Publizität beim Unternehmenskauf, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2005, 1898-1908.
- Hasselbach*, Kai, Die Weitergabe von Insiderinformationen bei M&A-Transaktionen mit börsennotierten Aktiengesellschaften unter Berücksichtigung des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes vom 28.10.2004, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2004, 1087-1095.
- Hauschka*, Christoph/*Moosmayer*, Klaus/*Lösler*, Thomas (Hrsg.), Corporate Compliance - Handbuch der Haftungsvermeidung im Unternehmen, 3. Auflage, München 2016.
- Heidel*, Thomas (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Baden-Baden 2014.
- Hippeli*, Michael/*Diesing*, Marco, Business Combination Agreements bei M&A-Transaktionen, Die Aktiengesellschaft 2015, 185-195.
- Hirte*, Heribert/*Bülou*, Christoph (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpÜG: mit AngebotsVO und §§ 327a - 327f AktG, 2. Auflage, Köln 2010 (zitiert als: Köln. Komm. WpÜG).
- Hirte*, Heribert/*Möllers*, Thomas (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Auflage, Köln 2014 (zitiert als: Köln. Komm. WpHG).
- Hirte*, Heribert/*Müllbert*, Peter/*Roth*, Markus (Hrsg.), Aktiengesetz – Großkommentar, 5. Auflage, Berlin/Boston 2015.
- Hitzer*, Martin, Zum Begriff der Insiderinformation, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2012, 860-863.

- Holfter*, Marc, Öffentliche Übernahme durch Anschleichen unter besonderer Berücksichtigung der Meldepflichten nach dem WpHG, Berlin/Heidelberg 2012.
- Hölters*, Wolfgang (Hrsg.), Aktiengesetz – Kommentar, 2. Auflage, München 2014.
- (Hrsg.), Handbuch Unternehmenskauf, 7. Auflage, Köln 2010 (zitiert als HB Unternehmenskauf).
- Hopt*, Klaus, /*Kumpan*, Christoph, Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A - Unternehmenskäufe und Übernahmeangebote und Marktmissbrauchsverordnung (MAR), Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2017, 765-828.
- Verbot von Erwerbs- oder Veräußerungsgeschäften in Insiderpapieren unter Verwendung von Insiderinformationen (§ 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG), in: Habersack/Hommelhoff (Hrsg.), Festschrift für Wulf Goette zum 65. Geburtstag, München 2011, S. 179-190.
 - Übernahmen, Geheimhaltung und Interessenkonflikte: Probleme für Vorstände, Aufsichtsräte und Banken, Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 2002, 333-376.
 - Verhaltenspflichten des Vorstandes der Zielgesellschaft bei feindlichen Übernahmen – Zur aktien- und übernahmerechtlichen Rechtslage in Deutschland und Europa, in: Schneider/Hommelhoff/Schmidt (Hrsg.), Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag – deutsches und europäisches Gesellschafts-, Konzern- und Kapitalmarktrecht, Köln 2000, S. 1361-1400.
- Hupka*, Jan, Das Insiderrecht im Lichte der Rechtsprechung des EuGH, Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2011, 860-865.
- Ihrig*, Hans-Christoph, Ad-hoc-Pflichten bei gestreckten Geschehensabläufen – Praxisfragen aus dem "Geld"-Urteil des EuGH, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2012, 113-134.
- Jesch*, Thomas/*Striegel*, Andreas/*Boxberger*, Lutz (Hrsg.), Rechtshandbuch Private Equity, München 2010.
- Joecks*, Wolfgang/*Miebach*, Klaus (Hrsg.), Münchener Kommentar zum StGB, Band 7: Nebenstrafrecht II, 2. Auflage, München 2015 (zitiert als: MüKo StGB).
- Just*, Clemens/*Vofß*, Thorsten/*Ritz*, Corinna/*Becker*, Ralf (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) – Kommentar, München 2015.
- Kiem*, Roger, Investorenvereinbarung im Lichte des Aktien- und Übernahmerechts, Die Aktiengesellschaft 2009, 301-312.
- Kiesewetter*, Matthias/*Parmentier*, Miriam, Verschärfung des Marktmissbrauchsrechts - ein Überblick über die neue EU-Verordnung über Insidergeschäfte und Marktmanipulation, Betriebs-Berater 2013, 2371-2379.
- Kießling*, Arne, Das übernahmerechtliche Squeeze-out gemäß §§ 39a, 39b WpÜG, Frankfurt a.M. 2008.
- Klöhn*, Lars, Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, Die Aktiengesellschaft 2016, 423-434.
- „Selbst geschaffene innere Tatsachen“, Scalping und Stakebuilding im neuen Marktmissbrauchsrecht, Beilage zur Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 22/2016, 44-47.
 - Ad-hoc-Publizität und Insiderverbot nach „Lafonta“, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2015, 808-817.

- Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 2013 (177), 349-387.
 - Die Haftung wegen fehlerhafter Ad-hoc-Publizität gem. §§ 37b, 37c WpHG nach dem IKB-Urteil des BGH, Die Aktiengesellschaft 2012, 345-358.
 - Das deutsche und europäische Insiderrecht nach dem Geltl-Urteil des EuGH, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2012, 1885-1895.
 - Der "gestreckte Geschehensablauf" vor dem EuGH, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2011, 166-171.
- Knott, Hermann/Mielke, Werner* (Hrsg.), Unternehmenskauf, 3. Auflage, Köln 2008.
- Koch, Stefan*, Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität, Der Betrieb 2005, 267-274.
- Kocher, Dirk/Widder, Stefan*, Anmerkung zum Urteil des EuGH vom 28.06.2012 (C-19/11; BB 2012, 1817) - Zu den Zwischenschritten einer gestreckten Entscheidung als Insider-Informationen, Betriebs-Berater 2012, 1820-1821.
- Die Bedeutung von Zwischenschritten bei der Definition von Insiderinformationen, Betriebs-Berater 2012, 2837-2841.
- Krause, Hartmut*, Kapitalmarktrechtliche Compliance: neue Pflichten und drastisch verschärfte Sanktionen nach der EU-Marktmissbrauchsverordnung, Corporate Compliance Zeitschrift 2014, 248-260.
- *Brellocks, Michael*, Insiderrecht und Ad-hoc-Publizität bei M&A- und Kapitalmarkttransaktionen im europäischen Rechtsvergleich - Ein Beitrag zum Begriff der Insiderinformation im kommenden EU-Marktmissbrauchsrecht, Die Aktiengesellschaft 2013, 309-339.
- Kumpan, Christoph*, Ad-hoc-Publizität nach der Marktmissbrauchsverordnung, Der Betrieb 2016, 2039-2046.
- Kapitalmarktrecht: Offenlegung von Insider-Informationen mit nicht bekanntem Kurseinfluss (Urteilsanmerkung), Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2015, 387-390.
- Kümpel, Siegfried/Wittig, Arne* (Hrsg.), Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage, Köln 2011.
- Langenbacher, Katja*, In Brüssel nichts Neues? – Der verständige Anleger in der Marktmissbrauchsverordnung, Die Aktiengesellschaft 2016, 417-422.
- Zum Begriff der Insiderinformation nach dem Entwurf für eine Marktmissbrauchsverordnung, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2013, 1401-1406.
- Leibfried, Peter/Spinner, Christoph*, Relevanz von Ad hoc-Meldungen: Erkenntnisse am Beispiel des Schweizer Aktienmarktes, Zeitschrift für internationale Rechnungslegung 2012, 163-167.
- Lenenbach, Markus*, Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage, Köln 2010.
- Liebscher, Thomas*, Die Zurechnungstatbestände des WpHG und WpÜG - Auslegung und Abgrenzung der übernahme- und kapitalmarktrechtlichen Zurechnungsvorschriften gem. § 22 WpHG, § 30 WpÜG, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2002, 1005-1017.
- Liekefett, Kai Haakon*, Due Diligence bei M&A-Transaktionen: Voraussetzungen und Grenzen bei Börsengängen, Fusionen, Übernahmen, Beteiligungskäufen, Private Equity und Joint Ventures, Berlin 2005.

- Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmegesetz, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2001, 853-869.
- von der Linden*, Klaus, Das neue Marktmissbrauchsrecht im Überblick, Deutsches Steuerrecht 2016, 1036-1041.
- Linker*, Anja, *Celinal/Zinger*, Georg, Rechte und Pflichten der Organe einer Aktiengesellschaft bei der Weitergabe vertraulicher Unternehmensinformationen, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2002, 497-502.
- Lorenz*, Stephan, Die culpa in contrahendo im französischen Recht, Zeitschrift für Europäisches Privatrecht 1994, 218-243.
- Lucks*, Kai/*Meckl*, Reinhard, Internationale Mergers & Acquisitions - Der prozessorientierte Ansatz, Berlin 2002.
- Marsch-Barner*, Reinhard/*Schäfer*, Frank (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG - Aktien- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage, Köln 2014.
- Mennicke*, Petra, Steine statt Brot – Weiterhin keine Rechtssicherheit zur Ad-Hoc-Publizität bei sog. gestreckten Entscheidungsprozessen, Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2013, 244-251.
- Merkner*, Andreas/*Sustmann*, Marco, Reform des Marktmissbrauchsrechts: Die Vorschläge der Europäischen Kommission zur Verschärfung des Insiderrechts, Die Aktiengesellschaft 2012, 315-324.
- Meyer*, Andreas/*Kiesewetter*, Matthias, Rechtliche Rahmenbedingungen des Beteiligungsaufbaus im Vorfeld von Unternehmensübernahmen, Wertpapiermitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht 2009, 340-349.
- Möllers*, Thomas/*Seidenschwann*, Sabine, Anlegerfreundliche Auslegung des Insiderrechts durch den EuGH, Neue Juristische Wochenschrift 2012, 2762-2765.
- Müller*, Wolf/*Rödder*, Thomas (Hrsg.), Beck'sches Handbuch der AG - Gesellschaftsrecht, Steuerrecht, Börsengang, 2. Auflage, München 2009 (zitiert als: HB AG).
- Neurohr-Kleer*, Heike, Due Diligence – Schweigepflicht des Vorstandes der AG, Hamburg 2002.
- Niekoleyczik*, Tobias/*Gubitz*, Daniel, Das Insiderhandelsverbot bei M&A-Transaktionen nach der „Spector“-Entscheidung des EuGH, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht 2010, 159-162.
- *Opitz*, Peter, Nutzung von Insiderinformationen nach der Marktmissbrauchsrichtlinie – Spector Photo Group NV (Anmerkungen), Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht 2010, 65-78.
- Pananis*, Panos, Insidertatsache und Primärinsider - eine Untersuchung zu den Zentralbegriffen des § 13 Abs. 1 WpHG, Berlin 1998.
- Park*, Tido (Hrsg.), Kapitalmarktstrafrecht: Straftaten, Ordnungswidrigkeiten, Finanzaufsicht, Compliance – Handkommentar, 3. Auflage, Baden-Baden 2013.
- Poelzig*, Dörte, Insider- und Marktmanipulationsverbot im neuen Marktmissbrauchsrecht, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2016, 528-538.
- Renz*, Hartmut/*Leibold*, Michael, Die neuen strafrechtlichen Sanktionsregelungen im Kapitalmarktrecht, Corporate Compliance Zeitschrift 2016, 157-172.
- Retsch*, Alexander, Die Selbstbefreiung nach der Marktmissbrauchsverordnung, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2016, 1201-1207.
- Rothweiler*, Stefan, Der Informationsfluss vom beherrschten zum herrschenden Unternehmen im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, Frankfurt a.M. 2007.

- Säcker*, Franz Jürgen/*Rixecker*, Roland/*Oetker*, Hartmut/*Limperg*, Bettina (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 7. Auflage, München 2015 (zitiert als: MüKo BGB).
- Schäfer*, Frank/*Hamann*, Uwe (Hrsg.), Kapitalmarktgesetze: Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz, mit BörsZuLV, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2. Auflage, Stuttgart 2006.
- Schall*, Alexander, Anmerkung zum Urteil des EuGH vom 28.6.2012, Rs. C-19/11 - Insiderinformationen und Publizitätspflichten in gestreckten Entscheidungsprozessen, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2012, 1286-1288.
- Schimansky*, Herbert/*Bunte*, Hermann-Josef/*Lwowski*, Hans Jürgen (Hrsg.), Bankrechts-Handbuch, 5. Auflage, München 2017 (zitiert als: HB BankR).
- Schmidt*, Karsten/*Lutter*, Marcus (Hrsg.), Aktiengesetz – Kommentar, 3. Auflage, Köln 2015.
- Schmidt-Diemitz*, Rolf, Pakethandel und das Weitergabeverbot von Insiderwissen, Der Betrieb 1996, 1809-1813.
- Schneider*, Uwe, Die Weitergabe von Insiderinformationen im Konzern – Zum Verhältnis zwischen Konzernrecht und Konzern-Kapitalmarktrecht, in: Wank/Hirte/Frey/Fleischer/Thüsing (Hrsg.), Festschrift für Herbert Wiedemann zum 70. Geburtstag, München 2002, S. 1255-1270.
- *Singhof*, Bernd, Die Weitergabe von Insidertatsachen in der konzernfreien Aktiengesellschaft, insbesondere im Rahmen der Hauptversammlung und an einzelne Aktionäre – Ein Beitrag zum Verhältnis von Gesellschaftsrecht und Kapitalmarktrecht, in: Hönn/Konzern/Ereutz (Hrsg.), Festschrift für Alfons Kraft zum 70. Geburtstag, Neuwied 1998, S. 585-605.
- Schröder*, Christian, Handbuch Kapitalmarktsstrafrecht, 3. Auflage, Köln 2015 (zitiert als: HB KStR).
- Europäische Richtlinien und deutsches Strafrecht – Eine Untersuchung über den Einfluß europäischer Richtlinien gem. Art. 249 Abs. 3 EGV auf das deutsche Strafrecht, Berlin 2002.
- Schroeder*, Ulrich, Darf der Vorstand einer Aktiengesellschaft dem Aktienkäufer eine Due Diligence gestatten?, Der Betrieb 1997, 2161-2165.
- Schulte*, Christian Moritz, Insiderrechtliche Probleme bei der Due Diligence, Frankfurt a.M. 2015.
- Schuran*, Dirk, Instrumente und Inhalte der Due Diligence, München 2004.
- Schwark*, Eberhard/*Zimmer*, Daniel (Hrsg.), Kapitalmarktrechtskommentar – Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz mit Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 4. Auflage, München 2010 (zitiert als: KMRK).
- Schwintek*, Sebastian, Zur Weitergabe von Insider-Informationen durch den Arbeitnehmervertreter im Verwaltungsrat einer dänischen Gesellschaft an den Vorsitzenden der Arbeitnehmerorganisation, die ihn gewählt hat („Grøngaard und Bang“), Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht 2006, 155-156.
- Seibt*, Christoph/*Wollenschläger*, Bernward, Revision des Marktmissbrauchsrechts durch Marktmissbrauchsverordnung und Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Marktmanipulation, Die Aktiengesellschaft 2014, 593-608.

- Semler, Johannes/Volhard, Rüdiger* (Hrsg.), *Arbeitshandbuch für Unternehmensübernahmen: Vorbereitung, Durchführung, Folgen*, Band 1, München 2001 (zitiert als: HB Unternehmensübernahmen).
- Sethe, Rolf*, Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2006, 243-257.
- Soesters, Frank*, *Die Insiderhandelsverbote des Wertpapierhandelsgesetzes – Wirtschaftsstrafrecht europäischen Ursprungs*, Frankfurt a.M. 2002.
- Spindler, Gerald/Stilz, Eberhard* (Hrsg.), *Kommentar zum Aktiengesetz*, 3. Auflage, München 2015.
- Staub, Hermann* (Begr.), *Handelsgesetzbuch – Großkommentar*, Band 5, 5. Auflage, Berlin 2014.
- (Begr.), *Handelsgesetzbuch – Großkommentar*, Band 11, 5. Auflage, Berlin 2017.
- Steinhauer, Carsten*, *Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität - Eine rechtsvergleichende Analyse zivilrechtlicher Haftungsansprüche von Anlegern in den USA und Deutschland*, Baden-Baden 1999.
- Szesny, André/Kuthe, Thorsten* (Hrsg.), *Kapitalmarkt Compliance*, Heidelberg 2014.
- Teigelack, Lars*, *Insiderhandel und Marktmanipulation im Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsverordnung*, *Betriebs-Berater* 2012, 1361-1365.
- Tissen, Simon*, *Die Investorensuche im Lichte der EU-Marktmissbrauchsverordnung*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2015, 1254-1259.
- Unmuß, Karsten* (Hrsg.), *Corporate Compliance Checklisten – Rechtliche Risiken im Unternehmen erkennen und vermeiden*, 3. Auflage, München 2017.
- Vaupel, Christoph/Uhl, Laurenz*, *Insiderrechtliche Aspekte bei der Übernahme börsennotierter Unternehmen*, *Wertpapiermitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 2003, 2126-2136.
- Veil, Rüdiger*, *Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD*, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2014, 85-95.
- Verse, Dirk*, *Der Gleichbehandlungsgrundsatz im Recht der Kapitalgesellschaften*, Tübingen 2006.
- Viciano-Gofferje, Martin/Cascante, Christian*, *Neues aus Brüssel zum Insiderrecht – die Marktmissbrauchsverordnung*, *Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht* 2012, 968-979.
- Wackerbarth, Ulrich/Eisenhardt, Ulrich*, *Gesellschaftsrecht II: Recht der Kapitalgesellschaften – Mit Bezügen zum Bilanz- Insolvenz- und Kapitalmarktrecht*, Heidelberg 2013.
- Weber, Martin*, *Deutsches Kapitalmarktrecht im Umbruch – Das zweite Finanzmarktförderungsgesetz*, *Neue Juristische Wochenschrift* 1994, 2849-2860.
- Weimann, Stephan*, *Insiderrechtliche Aspekte des Anteilerwerbs*, *Deutsches Steuerrecht* 1998, 1556-1561.
- Widder, Stefan*, *Insiderrisiken und Insider-Compliance bei Aktienoptionsprogrammen für Führungskräfte*, *Wertpapiermitteilungen - Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht* 2010, 1882-1889.
- *Masterpläne, Aktienrückkaufprogramme und das Spector-Urteil des EuGH bei M&A-Transaktionen*, *Betriebs-Berater* 2010, 515-518.
- */Bedkowski, Dorothea*, *Wertpapierhandel mit Insiderwissen „impliziert“ dessen*

- Nutzung, Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht 2010, 35-36.
- /Kocher, Dirk, Die Zeichnung junger Aktien und das Insiderhandelsverbot, Die Aktiengesellschaft 2009, 654-659.
- Wilsing*, Hans-Ulrich/*Goslar*, Sebastian, Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Sachverhalten - Die Entscheidung des EuGH vom 28.6.2012, C-19/11, "Geltl", Deutsches Steuerrecht 2012, 1709-1715.
- Witt*, Carl-Heinz, Übernahmen von Aktiengesellschaften und Transparenz der Beteiligungsverhältnisse, Köln 1998.
- Wolffsky*, Miriam, Die Marktmissbrauchsverbote nach dem Markttransparenzstellengesetz - REMIT und seine Folgen für die Energiebörsen, Hamburg 2013.
- Zetzsche*, Dirk, Die Marktsondierung nach Art. 11 MAR, Die Aktiengesellschaft 2016, 610-621.
- Normaler Geschäftsgang und Verschwiegenheit als Kriterien für die Weitergabe transaktionsbezogener Insiderinformationen an Arbeitnehmer – Überlegungen zu Art. 10 I und 17 I der Marktmissbrauchsverordnung, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2015, 817-824.
- Ziegler*, Ole, "Due Diligence" im Spannungsfeld zur Geheimhaltungspflicht von Geschäftsführern und Gesellschaftern, Deutsches Steuerrecht 2000, 249-255.
- Ziemons*, Hildegard, Die Weitergabe von Unternehmensinterna an Dritte durch den Vorstand einer Aktiengesellschaft, Die Aktiengesellschaft 1999, 492-500.
- Zschocke*, Christian/*Schuster*, Stephan (Hrsg.), Bad Homburger Handbuch zum Übernahmerecht, Heidelberg 2003.

Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht

(bis Heft 13 erschienen unter dem Titel: Arbeitspapiere aus dem
Institut für Wirtschaftsrecht – ISSN 1619-5388)

ISSN 1612-1368 (print)
ISSN 1868-1778 (elektr.)

Bislang erschienene Hefte

- Heft 100 Ernst-Joachim Mestmäcker, Die Wirtschaftsverfassung der EU im globalen Systemwettbewerb, März 2011, ISBN 978-3-86829-346-3
- Heft 101 Daniel Scharf, Das Komitologieverfahren nach dem Vertrag von Lissabon – Neuerungen und Auswirkungen auf die Gemeinsame Handelspolitik, Dezember 2010, ISBN 978-3-86829-308-1
- Heft 102 Matthias Böttcher, „Clearstream“ – Die Fortschreibung der Essential Facilities-Doktrin im Europäischen Wettbewerbsrecht, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-318-0
- Heft 103 Dana Ruddigkeit, Die kartellrechtliche Beurteilung der Kopplungsgeschäfte von *eBay* und *PayPal*, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-316-6
- Heft 104 Christian Tietje, Bilaterale Investitionsschutzverträge zwischen EU-Mitgliedstaaten (Intra-EU-BITs) als Herausforderung im Mehrebenen-system des Rechts, Januar 2011, ISBN 978-3-86829-320-3
- Heft 105 Jürgen Bering/Tillmann Rudolf Braun/Ralph Alexander Lorz/Stephan W. Schill/Christian J. Tams/Christian Tietje, General Public International Law and International Investment Law – A Research Sketch on Selected Issues –, März 2011, ISBN 978-3-86829-324-1
- Heft 106 Christoph Benedict/Patrick Fiedler/Richard Happ/Stephan Hobe/Robert Hunter/Lutz Kniprath/Ulrich Klemm/Sabine Konrad/Patricia Nacimiento/Hartmut Paulsen/Markus Perkams/Marie Louise Seelig/Anke Sessler, The Determination of the Nationality of Investors under Investment Protection Treaties, März 2011, ISBN 978-3-86829-341-8
- Heft 107 Christian Tietje, Global Information Law – Some Systemic Thoughts, April 2011, ISBN 978-3-86829-354-8
- Heft 108 Claudia Koch, Incentives to Innovate in the Conflicting Area between EU Competition Law and Intellectual Property Protection – Investigation on the Microsoft Case, April 2011, ISBN 978-3-86829-356-2
- Heft 109 Christian Tietje, Architektur der Weltfinanzordnung, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-358-6
- Heft 110 Kai Hennig, Der Schutz geistiger Eigentumsrechte durch internationales Investitionsschutzrecht, Mai 2011, ISBN 978-3-86829-362-3
- Heft 111 Dana Ruddigkeit, Das Financial Stability Board in der internationalen Finanzarchitektur, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-369-2

- Heft 112 Beatriz Huarte Melgar/Karsten Nowrot/Wang Yuan, The 2011 Update of the OECD Guidelines for Multinational Enterprises: Balanced Outcome or an Opportunity Missed?, Juni 2011, ISBN 978-3-86829-380-7
- Heft 113 Matthias Müller, Die Besteuerung von Stiftungen im nationalen und grenzüberschreitenden Sachverhalt, Juli 2011, ISBN 978-3-86829-385-2
- Heft 114 Martina Franke, WTO, China – Raw Materials: Ein Beitrag zu fairem Rohstoffhandel?, November 2011, ISBN 978-3-86829-419-4
- Heft 115 Tilman Michael Dralle, Der Fair and Equitable Treatment-Standard im Investitionsschutzrecht am Beispiel des Schiedsspruchs *Glamis Gold v. United States*, Dezember 2011, ISBN 978-3-86829-433-0
- Heft 116 Steffen Herz, Emissionshandel im Luftverkehr: Zwischen EuGH-Entscheidung und völkerrechtlichen Gegenmaßnahmen?, Januar 2012, ISBN 978-3-86829-447-7
- Heft 117 Maria Joswig, Die Geschichte der Kapitalverkehrskontrollen im IWF-Übereinkommen, Februar 2012, ISBN 978-3-86829-451-4
- Heft 118 Christian Pitschas/Hannes Schloemann, WTO Compatibility of the EU Seal Regime: Why Public Morality is Enough (but May not Be Necessary) – The WTO Dispute Settlement Case “European Communities – Measures Prohibiting the Importation and Marketing of Seal Products”, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-484-2
- Heft 119 Karl M. Meessen, Auf der Suche nach einem der Wirtschaft gemäßen Wirtschaftsrecht, Mai 2012, ISBN 978-3-86829-488-0
- Heft 120 Christian Tietje, Individualrechte im Menschenrechts- und Investitionsschutzbereich – Kohärenz von Staaten- und Unternehmensverantwortung?, Juni 2012, ISBN 978-3-86829-495-8
- Heft 121 Susen Bielech, Problemschwerpunkte des Internationalen Insolvenzrechts unter besonderer Berücksichtigung der Durchsetzung eines transnationalen Eigentumsvorbehalts in der Insolvenz des Käufers, Juli 2012, ISBN 978-3-86829-500-9
- Heft 122 Karsten Nowrot, Ein notwendiger „Blick über den Tellerrand“: Zur Ausstrahlungswirkung der Menschenrechte im internationalen Investitionsrecht, August 2012, ISBN 978-3-86829-520-7
- Heft 123 Henrike Landgraf, Das neue Komitologieverfahren der EU: Auswirkungen im EU-Antidumpingrecht, September 2012, ISBN 978-3-86829-518-4
- Heft 124 Constantin Fabricius, Der Technische Regulierungsstandard für Finanzdienstleistungen – Eine kritische Würdigung unter besonderer Berücksichtigung des Art. 290 AEUV, Februar 2013, ISBN 978-3-86829-576-4
- Heft 125 Johannes Rehahn, Regulierung von „Schattenbanken“: Notwendigkeit und Inhalt, April 2013, ISBN 978-3-86829-587-0
- Heft 126 Yuan Wang, Introduction and Comparison of Chinese Arbitration Institutions, Mai 2013, ISBN 978-3-86829-589-4

- Heft 127 Eva Seydewitz, Die Betriebsaufspaltung im nationalen und internationalen Kontext – kritische Würdigung und Gestaltungsüberlegungen, August 2013, ISBN 978-3-86829-616-7
- Heft 128 Karsten Nowrot, Bilaterale Rohstoffpartnerschaften: Betrachtungen zu einem neuen Steuerungsinstrument aus der Perspektive des Europa- und Völkerrechts, September 2013, ISBN 978-3-86829-626-6
- Heft 129 Christian Tietje, Jürgen Bering, Tobias Zuber, Völker- und europarechtliche Zulässigkeit extraterritorialer Anknüpfung einer Finanztransaktionssteuer, März 2014, ISBN 978-3-86829-671-6
- Heft 130 Stephan Madaus, Help for Europe's Zombie Banks? – Open Questions Regarding the Designated Use of the European Bank Resolution Regime, Juli 2014, ISBN 978-3-86829-700-3
- Heft 131 Frank Zeugner, Das WTO Trade Facilitation-Übereinkommen vom 7. Dezember 2013: Hintergrund, Analyse und Einordnung in den Gesamtkontext der Trade Facilitation im internationalen Wirtschaftsrecht, Oktober 2014, ISBN 978-3-86829-735-5
- Heft 132 Joachim Renzikowski, Strafvorschriften gegen Menschenhandel und Zwangsprostitution de lege lata und de lege ferenda, November 2014, ISBN 978-3-86829-739-3
- Heft 133 Konrad Richter, Die Novellierung des InvStG unter besonderer Berücksichtigung des Verhältnisses zum Außensteuergesetz, März 2015, ISBN 978-3-86829-744-7
- Heft 134 Simon René Barth, Regulierung des Derivatehandels nach MiFID II und MiFIR, April 2015, ISBN 978-3-86829-752-2
- Heft 135 Johannes Ungerer, Das europäische IPR auf dem Weg zum Einheitsrecht Ausgewählte Fragen und Probleme, Mai 2015, ISBN 978-3-86829-754-6
- Heft 136 Lina Lorenzoni Escobar, Sustainable Development and International Investment: A legal analysis of the EU's policy from FTAs to CETA, Juni 2015, ISBN 978-3-86829-762-1
- Heft 137 Jona-Marie Winkler, Denial of Justice im internationalen Investitionsschutzrecht: Grundlagen und aktuelle Entwicklungen, September 2015, ISBN 978-3-86829-778-2
- Heft 138 Andrej Lang, Der Europäische Gerichtshof und die Investor-Staat-Streitbeilegung in TTIP und CETA: Zwischen Konfrontation, Konstitutionalisierung und Zurückhaltung, Oktober 2015, ISBN 978-3-86829-790-4
- Heft 139 Vinzenz Sacher, Freihandelsabkommen und WTO-Recht Der Peru-Agricultural Products Fall, Dezember 2015, ISBN 978-3-86829-814-7
- Heft 140 Clemens Wackernagel, The Twilight of the BITs? EU Judicial Proceedings, the Consensual Termination of Intra-EU BITs and Why that Matters for International Law, Januar 2016, ISBN 978-3-86829-820-8
- Heft 141 Christian Tietje/Andrej Lang, Community Interests in World Trade Law, Dezember 2016, ISBN 978-3-86829-874-1

- Heft 142 Michelle Poller, Neuer Sanktionsrahmen bei Kapitalmarktdelikten nach dem aktuellen europäischen Marktmissbrauchsrecht - Europarechtskonformität des 1. Finanzmarktmissbrauchsrichtlinien, Januar 2017, ISBN 978-3-86829-876-5
- Heft 143 Katja Gehne/Romulo Brillo, Stabilization Clauses in International Investment Law: Beyond Balancing and Fair and Equitable Treatment, März 2017, ISBN 978-3-86829-885-7
- Heft 144 Kevin Crow/Lina Lorenzoni Escobar, International Corporate Obligations, Human Rights, and the URBASER Standard: Breaking New Ground?, ISBN 978-3-86829-899-4
- Heft 145 Philipp Stegmann, The Application of the Financial Responsibility Regulation in the Context of the Energy Charter Treaty – Case for Convergence or “Square Peg, Round Hole”?, September 2017, ISBN 978-3-86829-913-7
- Heft 146 Vinzenz Sacher, Neuer Kurs im Umgang mit China? Die Reformvorschläge zum EU-Antidumpingrecht und ihre Vereinbarkeit mit WTO-Recht, Oktober 2017, ISBN 978-3-86829-918-2
- Heft 147 Maike Schäfer, Die Rechtsstellung des Vereinigten Königreiches nach dem Brexit in der WTO: Verfahren, Rechtslage, Herausforderungen, November 2017, ISBN 978-3-86829-924-3
- Heft 148 Miriam Elsholz, Die EU-Verordnung zu Konfliktmineralien Hat die EU die richtigen Schlüsse aus bestehenden Regulierungsansätzen gezogen?, Dezember 2017, ISBN 978-3-86829-926-7
- Heft 149 Andreas Kastl, Brexit - Auswirkungen auf den Europäischen Pass für Banken, April 2018, ISBN 978-3-86829-936-6
- Heft 150 Jona Marie Winkler, Das Verhältnis zwischen Investitionsschiedsgerichten und nationalen Gerichten: Vorläufiger Rechtsschutz und Emergency Arbitrator, April 2018, ISBN 978-3-86829-946-5
- Heft 151 Hrabrin Bachev, Yixian Chen, Jasmin Hansohm, Farhat Jahan, Lina Lorenzoni Escobar, Andrii Mykhailov, Olga Yekimovskaya, Legal and Economic Challenges for Sustainable Food Security in the 21st Century, DAAD and IAMO Summer School, April 2018, ISBN (elektr.) 978-3-86829-948-9
- Heft 152 Robin Misterek, Insiderrechtliche Fragen bei Unternehmensübernahmen, Transaktionsbezogene Nutzung und Offenlegung von Insiderinformationen unter der Marktmissbrauchsverordnung, April 2018, ISBN 978-3-86829-949-6

Die Hefte 1 bis 99 erhalten Sie als kostenlosen Download unter:

<http://telc.jura.uni-halle.de/de/forschungen-und-publikationen/beitr%C3%A4ge-transnationalen-wirtschaftsrecht>