

Jan-Willem Koldehofe

Die Nutzung einer Insiderinformation und legitime Handlungen



Nomos

**Schriften zum Gesellschafts-,
Bank- und Kapitalmarktrecht**

Herausgegeben von

Prof. Dr. Gregor Bachmann, Humboldt Universität zu Berlin

Prof. Dr. Matthias Casper, Universität Münster

Prof. Dr. Carsten Schäfer, Universität Mannheim

Prof. Dr. Rüdiger Veil, LMU München

Band 85

Jan-Willem Koldehofe

Die Nutzung einer Insiderinformation und legitime Handlungen



Nomos

Erster Berichterstatter und Dekan: Prof. Dr. Matthias Casper
Zweiter Berichterstatter: Prof. Dr. Ingo Saenger
Tag der mündlichen Prüfung: 24. November 2020

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Münster (Westf.), Univ., Diss. der Rechtswissenschaftlichen Fakultät, 2020

ISBN 978-3-8487-7090-8 (Print)

ISBN 978-3-7489-2480-7 (ePDF)



Onlineversion
Nomos eLibrary

D6

1. Auflage 2021

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2021. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Wintersemester 2020/21 von der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster als Dissertation angenommen. Rechtsprechung, aufsichtsrechtliche Verlautbarungen und Literatur wurden bis Dezember 2020 berücksichtigt.

Mein besonderer Dank gilt zunächst meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. *Matthias Casper*, Dipl.-Oec., für das gute und unkomplizierte Betreuungsverhältnis sowie für erste Anregungen zum Thema dieser Untersuchung. Herrn Prof. Dr. *Ingo Saenger* danke ich für die äußerst schnelle Erstellung des Zweitgutachtens. Für die Aufnahme in die Schriftenreihe zum Gesellschafts-, Bank- und Kapitalmarktrecht danke ich den Herausgebern. Ferner möchte ich stellvertretend Frau Prof. Dr. *Bettina Heiderhoff* meinen Dank für die Aufnahme in das *Programme in European Private Law for Post-graduates* (PEPP) sowie für das damit verbundene Stipendium aussprechen.

Für die mühevollte Durchsicht des Manuskripts danke ich meinem Vater *Wilhelm Koldehofe* sowie meinen Freunden *Jan Hufert* und *Joshua Kniesburg*. Meiner Freundin *Chantal Wessel* danke ich für ihre Unterstützung und ihr Verständnis für durchgearbeitete Wochenenden in der intensiven Endphase meiner Promotion.

Der größte Dank gilt schließlich meinen Eltern *Wilhelm* und *Heike Koldehofe*, die mir mein Studium ermöglicht und mich jederzeit bedingungslos unterstützt haben. Ihnen ist diese Arbeit gewidmet.

Münster, im Januar 2021

Jan-Willem Koldehofe

Die in dieser Arbeit verwendeten Abkürzungen gehen zurück auf *Kirchner, Hildebert (Begr.)*, Abkürzungsverzeichnis der Rechtssprache, 9. Auflage, 2018.

Inhaltsübersicht

Einleitung	23
1. Teil: Teleologische Grundlagen	30
A. Ansätze zum Geltungsgrund des Insiderhandelsverbots	30
I. Schutz des individuellen Anlegers	31
II. Emittentenschutz	32
III. Fairness- und Gerechtigkeitserwägungen	34
IV. Das „Vertrauensschutzargument“	35
V. Schaffung eines kompetitiven Markts für Informationshändler	37
VI. Fazit	56
B. Das Telos des europäischen Insiderhandelsverbots	57
I. Begründungsansätze des europäischen Gesetzgebers bis zur MAR	57
II. Judikatur des EuGH	61
III. Implementierung der Judikatur in die MAR	71
IV. Präzisierung	73
V. Ein Grundsatz informationeller Gleichbehandlung?	77
C. Exkurs: Parallelen zur kartellrechtlichen Missbrauchskontrolle	78
I. Das kartellrechtliche Missbrauchsverbot	79
II. Zielsetzung: Sicherung des Leistungswettbewerbs	81
III. Parallelen zum Insiderhandelsverbot	82
2. Teil: Die Nutzung einer Insiderinformation und legitime Handlungen	85
A. Genese des Tatbestandsmerkmals	85
I. Insiderrichtlinie: „Ausnutzung“	85
II. Marktmissbrauchsrichtlinie: „Nutzung“	87
III. Die Rechtssache Spector	92
IV. Neuregelung durch die MAR	106
B. Teleologisches Erfordernis einer Kausalität des Insiderwissens	109
C. Legitime Handlungen gemäß Art. 9 MAR	110

Inhaltsübersicht

I. Historie	110
II. Keine abschließende Regelung	111
III. Rechtsfolgen	112
IV. Dogmatische Einordnung	116
V. Die einzelnen Tatbestände des Art. 9 MAR	124
VI. Rückausnahme gemäß Art. 9 Abs. 6 MAR	169
VII. Einordnung als safe harbour-Regelung	178
D. Das Tatbestandsmerkmal der „Nutzung“	181
I. Stand der Diskussion	181
II. Einordnung	184
III. Konkretisierung der Generalklausel	191
IV. Exkurs: Vergleich zum kartellrechtlichen Missbrauchsverbot	227
V. Fazit	229
VI. Kritik am „catch all“-Ansatz und Forderungen de lege ferenda	229
E. Die Spector-Vermutung unter der MAR	230
I. Anordnung einer gesetzlichen Vermutung	231
II. Geltung für Sekundärinsider	243
III. Keine Beweislastumkehr durch die CRIM-MAD	244
IV. Primärrechtskonformität der Vermutung?	247
V. Anwendbarkeit in Deutschland?	250
VI. Berücksichtigung als Erfahrungssatz im Straf- und Bußgeldverfahren?	261
VII. Beweislast für das Vorliegen der Tatbestände des Art. 9 MAR	263
VIII. Fazit	265
3. Teil: Die „Nutzung“ von Insiderinformationen bei M&A- Transaktionen	267
A. Die „Masterplan-Ausnahme“	268
I. Anerkennung unter der MAR	268
II. Reichweite der Fallgruppe	275
III. Dokumentationsobligationen für die Praxis	281
B. Öffentliche Übernahmen	283
I. Vorbereitungsphase	284
II. Angebotsphase	310
III. Nacherwerbsphase	341

IV. Fazit	341
C. Sonstige Unternehmenskäufe und -zusammenschlüsse	342
I. Unternehmenskäufe und Paketerwerbe	343
II. Management-Buy-Outs (MBOs)	343
III. Auktionsverfahren	344
IV. Aktienemissionen	345
V. Unternehmenszusammenschlüsse	347
Zusammenfassung in Thesen	356
English summary	364
Literaturverzeichnis	373

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	23
1. Teil: Teleologische Grundlagen	30
A. Ansätze zum Geltungsgrund des Insiderhandelsverbots	30
I. Schutz des individuellen Anlegers	31
II. Emittentenschutz	32
III. Fairness- und Gerechtigkeitserwägungen	34
IV. Das „Vertrauensschutzargument“	35
V. Schaffung eines kompetitiven Markts für Informationshändler	37
1. Grundlagen	38
a) Der Fundamentalwert eines Finanzinstruments	38
b) Arbitragemöglichkeiten und Arbitragegeschäfte	38
2. Marktmodell	39
a) Informierte Händler	39
aa) Informationshändler	39
bb) Insider	41
b) Uninformierte Händler	41
aa) Market-Maker	41
bb) Utilitätshändler	42
cc) Noise traders	42
c) Kapitalmarkthandel als Nullsummenspiel	43
3. Von Insiderhandel beeinträchtigte Marktakteure	44
a) Market-Maker	44
b) Utilitätshändler	45
c) Noise traders	46
d) Informationshändler	46
e) Zwischenergebnis	48
4. Informationshändler als „Mechanismus der Markteffizienz“	49
a) Effizienz als Maßstab der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	49
b) Die Kapitalmarkteffizienzhypothese	51
c) Das Informationsarbitragemodell	51
d) Relativierung durch die Behavioral Finance	53

Inhaltsverzeichnis

e) Keine Negation von Effizienzsteigerungen durch Informationshändler	54
f) Zwischenergebnis	55
5. Empirie	55
VI. Fazit	56
B. Das Telos des europäischen Insiderhandelsverbots	57
I. Begründungsansätze des europäischen Gesetzgebers bis zur MAR	57
1. Insiderrichtlinie (1989)	58
2. Marktmissbrauchsrichtlinie (2003)	59
3. Zwischenergebnis	60
II. Judikatur des EuGH	61
1. Grøngaard & Bang (2005)	61
2. Georgakis (2007)	62
3. Spector Photo Group N.V. (2009)	65
a) Sachverhalt	65
b) Aussagen zur Essenz des Insiderhandelsverbots	66
4. Geltl/Daimler (2012)	68
5. Lafonta (2015)	69
6. Gesamtbetrachtung der Judikatur	70
III. Implementierung der Judikatur in die MAR	71
IV. Präzisierung	73
1. Bestimmung der „Nachteile Dritter“ (ErwGr 23 S. 1 zur MAR)	73
2. Keine Harmonisierung mit dem „Vertrauensschutzargument“	74
3. Schaffung eines kompetitiven Markts für Informationshändler als primärer Verbotszweck	75
4. Einfügung in ein Gesamtkonzept des Marktmissbrauchsrechts	77
V. Ein Grundsatz informationeller Gleichbehandlung?	77
C. Exkurs: Parallelen zur kartellrechtlichen Missbrauchskontrolle	78
I. Das kartellrechtliche Missbrauchsverbot	79
II. Zielsetzung: Sicherung des Leistungswettbewerbs	81
III. Parallelen zum Insiderhandelsverbot	82

2. Teil: Die Nutzung einer Insiderinformation und legitime Handlungen	85
A. Genese des Tatbestandsmerkmals	85
I. Insiderrichtlinie: „Ausnutzung“	85
II. Marktmissbrauchsrichtlinie: „Nutzung“	87
1. Umsetzung und Einordnung im deutschen Recht	88
2. Einordnung in anderen Mitgliedstaaten	90
3. Zwischenfazit	91
III. Die Rechtssache Spector	92
1. Schlussanträge von Generalanwältin Kokott	93
2. Würdigung der Schlussanträge	95
3. Die Entscheidung des EuGH	96
4. Entschiedene Fragen	99
5. Kritik und offene Fragen	100
a) Definition einer „Nutzung“?	100
b) Bezugspunkt der Spector-Vermutung?	103
c) Unklare sonstige Ausnahmefälle	103
d) Geltung der Vermutung für Sekundärinsider?	104
e) Geltung der Vermutung im Straf- und Bußgeldverfahren?	105
f) Resümee	106
IV. Neuregelung durch die MAR	106
1. Konstanz zur MarktmissbrauchsRiL	106
2. Implementierung des Spector-Urteils in die MAR	107
3. „Nutzung“ als Bezugspunkt der Spector-Vermutung	107
4. Versäumte Klarstellungen	108
B. Teleologisches Erfordernis einer Kausalität des Insiderwissens	109
C. Legitime Handlungen gemäß Art. 9 MAR	110
I. Historie	110
II. Keine abschließende Regelung	111
III. Rechtsfolgen	112
1. Wortlaut	113
2. Systematik	114
3. Historie und Teleologie	114
4. Zwischenergebnis	115
IV. Dogmatische Einordnung	116
1. Wortlaut	117
2. Historie	117
a) MarktmissbrauchsRiL	117

Inhaltsverzeichnis

b) Die Rechtssache Spector	118
c) Gesetzgebungsmaterialien zur MAR	119
3. Systematik	122
4. Fazit: Art. 9 MAR als gesetzliche Konkretisierung des Nutzungskriteriums	123
5. Methodische Folgerungen	123
6. Konstruktion nicht normierter legitimer Handlungen	124
V. Die einzelnen Tatbestände des Art. 9 MAR	124
1. Installation wirksamer Compliance-Maßnahmen durch juristische Personen (Art. 9 Abs. 1 MAR)	125
a) Überblick	125
aa) Exkurs: Bedeutung für die Handlungs- und Wissenszurechnung bei juristischen Personen	126
bb) Angemessene und wirksame Compliance-Maßnahmen (lit. a)	127
cc) Keine Einflussnahme im konkreten Fall (lit. b)	128
b) Telos und Einordnung	130
2. Market-Maker und zentrale Gegenparteien (Art. 9 Abs. 2 lit. a) MAR)	131
a) Market-Maker	132
aa) Ökonomischer Hintergrund	132
bb) Insiderrechtliche Relevanz	133
cc) Voraussetzungen	134
(1) Personeller Anwendungsbereich	134
(2) Erwerb oder Veräußerung im Zuge der normalen Ausübung ihrer Funktion	134
dd) Telos und Einordnung	137
b) Zentrale Gegenparteien	139
aa) Ökonomischer Hintergrund	140
bb) Voraussetzungen	142
(1) Personeller Anwendungsbereich	142
(2) Erwerb oder Veräußerung im Zuge der normalen Ausübung ihrer Funktion	142
cc) Telos und Einordnung	143
3. Personen, die zur Ausführung von Aufträgen für Dritte zugelassen sind (Art. 9 Abs. 2 lit. b) MAR)	144
a) Voraussetzungen	145
aa) Personeller Anwendungsbereich	145
bb) Rechtmäßige Auftragsausführung im Zuge der normalen Ausübung der Tätigkeit	146

b) Telos und Einordnung	150
4. Erfüllung fälliger Verpflichtungen (Art. 9 Abs. 3 MAR)	150
a) Voraussetzungen	151
aa) Erfüllung einer fälligen Verpflichtung, die vor der Erlangung der Insiderkenntnis begründet wurde	151
bb) Keine Anwendung auf mittelbare Erfüllungen von Verpflichtungen	153
cc) Tätigen des Geschäfts in gutem Glauben und nicht zur Umgehung des Verbots von Insidergeschäften	154
dd) Keine Anwendung auf die Ausübung von Optionen	155
b) Telos und Einordnung	156
5. Öffentliche Übernahmeangebote und Unternehmenszusammenschlüsse (Art. 9 Abs. 4 MAR)	157
a) Überblick über die Voraussetzungen	158
b) Telos und Einordnung	158
aa) Kein übernahmerechtlicher Schutz vor einer „Übervorteilung“ durch Insider	159
bb) Regelmäßige „Einpreisung“ durch Aufhebung der Informationsasymmetrie	161
6. Umsetzung eigener Entschlüsse (Art. 9 Abs. 5 MAR)	162
a) Exkurs: Selbst geschaffene innere Tatsachen als Insiderinformationen	163
b) Voraussetzung: Umsetzung eines eigenen Entschlusses	165
c) Telos und Einordnung	166
7. Zwischenergebnis	167
VI. Rückausnahme gemäß Art. 9 Abs. 6 MAR	169
1. Feststellung durch die zuständige Behörde?	170
2. Rechtswidriger Grund, der sich hinter der Transaktion verbirgt	172
3. Verstoß gegen das Bestimmtheitsgebot?	174
4. Forderung de lege ferenda	178
VII. Einordnung als safe harbour-Regelung	178
D. Das Tatbestandsmerkmal der „Nutzung“	181
I. Stand der Diskussion	181
1. „Nutzung“ als Kausalzusammenhang gemäß herrschender Lesart	181

Inhaltsverzeichnis

2. Die „Sondervorteilstheorie“	182
3. Spector-Fallgruppen nach Klöhn	183
II. Einordnung	184
1. „Nutzung“ als eigenständiges Tatbestandsmerkmal	184
2. Objektives Tatbestandsmerkmal	185
3. Anhaltspunkte für eine Gleichsetzung mit einem Kausalzusammenhang?	185
a) Wortlaut	185
b) Historie	186
c) Erwägungsgründe und Systematik	187
d) Teleologie	187
e) Rechtsvergleichend: „use versus possession-Debatte“	188
4. „Nutzung“ als normative Generalklausel	188
a) Gesetzgebungsmaterialien	189
b) Die Rechtssache Spector und ErwGr 24 S. 3 zur MAR	189
c) Induktiver Schluss aus Art. 9 MAR	190
d) Harmonisierung mit dem teleologischen Ansatz im Insiderrecht	190
III. Konkretisierung der Generalklausel	191
1. Das Verbotstelos als Ausgangspunkt der Prüfung	191
a) Kausalität der Information als notwendige Bedingung	192
aa) Ablehnung der „Sondervorteilstheorie“	193
bb) Erfordernis „strenger“ Kausalität i.S.d. conditio-sine-qua-non-Formel	194
cc) Handeln gegen die „Kursrichtung“ der Information	198
dd) Gremienentscheidungen	200
b) Keine objektive Eignung zur Erzielung eines Sondervorteils	200
aa) „Einpreisung“ der Insiderinformation in die Gegenleistung	200
(1) Anforderungen an eine „Einpreisung“	202
(2) Ermittlung des Fundamentalwerts	204
(3) Folgerungen für die Praxis	205
bb) Maßnahmen mit gerichtlicher „Preiskontrolle“?	207
cc) Isolierter Einfluss der Information auf die Preisgestaltung bei öffentlichen Übernahmeangeboten	210

dd) Informationsparität zwischen den Vertragsparteien	213
(1) Anerkennung bei face-to-face-Geschäften	215
(2) Keine Differenzierung aufgrund der Profiterzielung durch Käufer bzw. Verkäufer	217
(3) Bewertung bei mehreren Beteiligten	218
ee) Gemeinsamer Nenner: Keine objektive Eignung zur Erzielung eines Sondervorteils	218
ff) Weitere Fälle	218
2. Keine Rechtfertigung aufgrund von höherrangigen Funktionsinteressen	219
a) Berücksichtigung von Normkonflikten auf der Ebene der „Nutzung“	219
b) Vorschlag einer Rechtfertigungsprüfung	222
c) Normiertes Beispiel: Stellung von Quotierungen durch Market-Maker	224
3. Zwischenergebnis: Prüfungstrias des Nutzungskriteriums	225
4. Kausalität als „subjektives Merkmal“ i.S.d. Spector-Entscheidung	226
5. Unbeachtlichkeit einer rechtswidrigen Offenlegung der Insiderinformation	226
IV. Exkurs: Vergleich zum kartellrechtlichen Missbrauchsverbot	227
V. Fazit	229
VI. Kritik am „catch all“-Ansatz und Forderungen de lege ferenda	229
E. Die Spector-Vermutung unter der MAR	230
I. Anordnung einer gesetzlichen Vermutung	231
1. Wortlaut und Systematik	232
2. Erwägungsgründe 24 und 25 zur MAR	233
3. Gesetzgebungsmaterialien	234
a) „Defences to insider dealing“ in den ersten Entwürfen der MAR	235
b) Neufassung als „Legitime Handlungen“	237
c) Würdigung	238
4. Zwischenergebnis	239
5. Umkehr der materiellen Beweislast durch die MAR	239
6. Vermutung für sämtliche Voraussetzungen einer „Nutzung“	241

Inhaltsverzeichnis

II. Geltung für Sekundärinsider	243
III. Keine Beweislastumkehr durch die CRIM-MAD	244
IV. Primärrechtskonformität der Vermutung?	247
V. Anwendbarkeit in Deutschland?	250
1. Verstoß gegen den Grundsatz der Unschuldsvermutung nach deutschem Verfassungsrecht	251
2. Unzulässigkeit im Bußgeldverfahren und beim „naming and shaming“ (§ 125 WpHG)	254
3. Zulässigkeit im Verwaltungsverfahren	255
4. Durchbrechung des Anwendungsvorrangs des Unionsrechts	256
5. Zulässigkeit einer gespaltenen Auslegung?	257
VI. Berücksichtigung als Erfahrungssatz im Straf- und Bußgeldverfahren?	261
VII. Beweislast für das Vorliegen der Tatbestände des Art. 9 MAR	263
VIII. Fazit	265
3. Teil: Die „Nutzung“ von Insiderinformationen bei M&A-Transaktionen	267
A. Die „Masterplan-Ausnahme“	268
I. Anerkennung unter der MAR	268
1. Die due diligence als Hauptanwendungsfall	268
2. Ausgangsbeispiel	269
3. Meinungsbild	269
4. Ablehnung unter der Prämisse einer „Nutzung“ als „Einfließenlassen“	272
5. Anerkennung nach hier vertretener Auffassung	273
6. Keine andere Bewertung bei öffentlichen Übernahmen	275
II. Reichweite der Fallgruppe	275
1. Anforderungen an den Entschluss	275
2. Keine Festlegung des Angebotspreises bei öffentlichen Übernahmen	276
3. Alongside purchases; Unbeachtlichkeit von Änderungs- und Ergänzungsvorbehalten	278
4. Ausgleich „positiver“ und „negativer“ Insiderinformationen?	279
5. Gemeinschaftliche Pläne	280
6. Abstandnahme nach der due diligence	280
III. Dokumentationsobliegenheiten für die Praxis	281

B. Öffentliche Übernahmen	283
I. Vorbereitungsphase	284
1. Beteiligungsaufbau durch den Bieter	284
2. „Nutzung“ der Information über ein bevorstehendes Übernahmeangebot?	286
a) Qualifikation als Insiderinformation	286
b) Beteiligungsaufbau durch Investmentbanken	288
c) Warehousing	288
aa) Eingreifen des Art. 9 Abs. 2 lit. b) MAR	290
bb) Anerkennung über eine Rechtfertigung in sonstigen Fällen	291
cc) Unbeachtlichkeit der Höhe der Provision des warehouseurs	292
dd) Unbeachtlichkeit einer Auflistung in der Angebotsunterlage	293
d) Investorenkonsortien	294
e) Dawn raids	296
f) „Weiße Ritter“ und Maßnahmen der Übernahmeabwehr	297
aa) Vorerwerbe „Weißer Ritter“	297
bb) Erwerb eigener Aktien durch die Zielgesellschaft	302
cc) Emission neuer Aktien; Ausgabe von Wandel- und Optionsanleihen	305
dd) Veräußerung eigener Aktien an Dritte („white squire“)	305
ee) Erwerb von Aktien des Bieters durch die Zielgesellschaft („pac man defense“)	306
3. Überschreiten der Meldeschwellen der §§ 33 ff. WpHG durch den Bieter	307
II. Angebotsphase	310
1. Keine Bereichsausnahme für öffentliche Übernahmeangebote	310
a) Historie	310
b) Erwägungsgrund 30 S. 5 zur MAR	312
2. Reichweite und Bedeutung des Art. 9 Abs. 4 MAR	312
a) Voraussetzungen	313
aa) Übernahme eines Unternehmens („public takeover“)	313
bb) Erlangung einer Insiderinformation im Zuge der Übernahme	313

Inhaltsverzeichnis

cc) Ausschließliche „Nutzung“ zur Weiterführung der öffentlichen Übernahme	314
dd) Veröffentlichung oder sonstiger Verlust des Insidercharakters vor der Angebotsannahme	317
b) Fehlender Verlust des Insidercharakters bei Annahme des Angebots als auflösende Bedingung	318
c) Keine praktische Bedeutung für die Angebotsabgabe	319
d) Relevanz für den Abschluss von irrevocable undertakings	320
e) Keine abschließende Regelung	321
3. Der Bieter in der „Insiderfalle“?	323
a) Problemfeld	323
b) Praktische Lösungsmöglichkeiten	325
aa) Einflussnahme auf die Zielgesellschaft zur Veröffentlichung	325
bb) „Einpreisung“ erlangter Insiderinformationen	326
c) Normative Korrekturen der lex lata?	327
aa) Keine Rechtfertigung auf der Ebene einer „Nutzung“	328
bb) Kein Selbstveröffentlichungsrecht des Bieters aus § 11 WpÜG i.V.m. § 2 Nr. 3 WpÜG-AngebotsVO	329
cc) Keine Veröffentlichungspflicht der Zielgesellschaft	331
dd) Keine analoge Anwendung des Art. 17 Abs. 4 MAR	332
d) Recht zur Abstandnahme nach dem Zeitpunkt des § 10 WpÜG	333
e) Folgerungen für die Praxis	334
aa) Unter den hier zugrunde gelegten Prämissen	334
bb) Unter Berücksichtigung der Verwaltungsauffassung der BaFin	335
f) Forderung nach einer Bereichsausnahme de lege ferenda?	336
g) Forderung nach einem rechtssicheren Verfahren für eine „Einpreisung“	338
h) Forderungen an den Emittentenleitfaden der BaFin	339
4. Erlangung der Insiderkenntnis nach der Mitteilung gemäß § 10 WpÜG	340
5. Erlangung der Insiderkenntnis nach Überschreiten der Kontrollschwelle	340

III. Nacherwerbsphase	341
IV. Fazit	341
C. Sonstige Unternehmenskäufe und -zusammenschlüsse	342
I. Unternehmenskäufe und Paketerwerbe	343
II. Management-Buy-Outs (MBOs)	343
III. Auktionsverfahren	344
IV. Aktienemissionen	345
V. Unternehmenszusammenschlüsse	347
1. Anwendungsbereich des Art. 9 Abs. 4 MAR	347
a) Erlangung einer Insiderinformation im Zuge eines Unternehmenszusammenschlusses	348
b) Ausschließliche „Nutzung“ zur Weiterführung des Unternehmenszusammenschlusses	349
c) Veröffentlichung oder sonstiger Verlust des Insidercharakters vor der Genehmigung des Zusammenschlusses	351
d) Keine abschließende Regelung	354
2. Praktische Relevanz des Art. 9 Abs. 4 MAR für Unternehmenszusammenschlüsse	354
Zusammenfassung in Thesen	356
English summary	364
Literaturverzeichnis	373

