

**SCHRIFTEN ZUM
WIRTSCHAFTS- UND
MEDIENRECHT,
STEUERRECHT UND
ZIVILPROZESSRECHT**

Herausgegeben von Jürgen Castede
und Gerald Spindler

Band 37

Torben Speier

**Insiderhandel
und Ad-hoc-Publizität
nach Anlegerschutz-
verbesserungsgesetz**



PETER LANG Internationaler Verlag der Wissenschaften

Inhaltsverzeichnis

| | |
|----------------------------|----|
| Abkürzungsverzeichnis..... | 19 |
|----------------------------|----|

Teil 1: Ziel und Gang der Untersuchung..... 25

| | |
|---|-----------|
| A. Auslöser und Grundlagen gesetzgeberischer Aktivitäten und Regelungen im Bereich des Insiderrechts und der Ad-hoc-Publizität | 25 |
| B. Legislatorische Fundamente des Insiderrechts und der Ad-hoc-Publizität | 30 |
| I) Europäische und nationale Wurzeln des AnSVG | 30 |
| II) Die Rolle der BaFin..... | 32 |
| 1) Der Emittentenleitfaden als Rechtsquelle? | 33 |
| 2) Die Befugnisse der BaFin..... | 36 |
| 3) Rückschlüsse für die Bedeutung des Emittentenleitfadens..... | 37 |
| C. Gang der Untersuchung und deren Ziele | 38 |
| I) Konzeptioneller Aufbau der Arbeit..... | 38 |
| II) Methodischer Aufbau der Untersuchung von Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität | 40 |

Teil 2: Insiderhandel nach AnSVG..... 43

| | |
|---|-----------|
| A. Überblick über das veränderte Insiderrecht..... | 43 |
| I) Einleitung | 43 |
| II) Insiderpapiere | 44 |
| III) Die Insiderinformation | 45 |
| 1) Die begriffliche Ausgestaltung der Insiderinformation (§ 13)..... | 45 |
| a) Umstände im Sinne von § 13 Abs. 1 | 45 |
| b) Die Konkretetheit der Information | 46 |
| aa) Europarechtliche Entwicklungslinien und deren Umsetzung..... | 46 |
| bb) Eine Annäherung über den Begriff der Tatsache des § 13 Abs. 1 a.F..... | 48 |
| cc) Relevanz der bisherigen Ausformung der Tatsache für das neue Recht..... | 50 |

| | | |
|------|--|----|
| dd) | Ausfüllung der Konkretheit | 51 |
| ee) | Ergebnis unter Abgleich mit dem Begriff der Tatsache nach § 13 Abs. 1 a.F..... | 57 |
| c) | Mangelnde öffentliche Bekanntheit..... | 59 |
| d) | Bezug zum Emittenten oder Insiderpapieren..... | 63 |
| e) | Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung | 65 |
| aa) | Die Sicht des verständigen Anlegers versus Schwellenwerte | 66 |
| bb) | Konkretisierung des Maßstabs des verständigen Anlegers?..... | 68 |
| cc) | Die 2-Schritt-Prüfung der BaFin unter besonderer Berücksichtigung des Ermittlungsmaßstabs | 71 |
| (1) | Schritt 1: Der singuläre Umstand..... | 71 |
| (2) | Schritt 2: Die Besonderheiten des Einzelfalls..... | 72 |
| dd) | Fazit..... | 72 |
| 2) | Zukünftige Umstände als Gegenstand einer Insiderinformation nach § 13 Abs. 1 S. 3 | 73 |
| 3) | Bloße Gerüchte versus Informationen über zukünftige Umstände..... | 76 |
| 4) | Die Regelbeispiele des § 13 Abs. 1 S. 4 | 78 |
| a) | Überblick..... | 78 |
| b) | Frontrunning | 79 |
| 5) | Abschließende Erwägungen hinsichtlich des Begriffs Insiderinformation | 80 |
| IV) | Der Begriff des Insiders – Der persönliche Anwendungsbereich..... | 82 |
| V) | Die Abkehr vom Ausnutzen – Der Begriff der Verwendung im neu gefassten § 14 Abs. 1 Nr. 1 | 84 |
| VI) | Die Vorfeldtatbestände des § 14 Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 3 | 88 |
| 1) | Die unbefugte Weitergabe..... | 88 |
| 2) | Empfehlung und Verleitung nach AnSVG | 89 |
| VII) | Safe Harbor: Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen.... | 91 |
| 1) | Regelungstechnik „Safe Harbor“ | 91 |
| 2) | Die Regelung des § 14 Abs. 2 in der Fassung der Ausnahme-VO..... | 93 |
| a) | Das Verhältnis des § 14 Abs. 2 zur europarechtlichen Ausnahme-VO | 93 |
| b) | Ausnahmekonstellationen im Rahmen von Rückkauf programmen | 94 |
| aa) | Begriffsbestimmung „Rückkaufprogramm“ | 94 |
| bb) | Die Maßgeblichkeit der Zwecktrias zur Eröffnung des Safe Harbor | 96 |

| | | |
|-------|---|-----|
| cc) | Einzelanforderungen des Art. 19 Abs. 1 RL 77/91/EWG, deren Aufnahme in deutsches Recht und dadurch entstehende Widersprüche hinsichtlich der Begrifflichkeit „Rückkaufprogramm“ | 96 |
| dd) | Transparenzanforderungen | 98 |
| (1) | Präventive Bekanntgabepflichten | 98 |
| (a) | Angemessenheit der Bekanntgabe: Ausformung bis zum 20.01.2007 und deren Ausgestaltungsdefizite | 98 |
| (b) | Angemessenheit der Bekanntgabe: Auswirkungen der Transparenzrichtlinie | 100 |
| (c) | Tatbestandliche Ungenauigkeiten des Art. 4 Abs. 2 Ausnahme-VO | 104 |
| (2) | Beobachtung und Erfassung aller Transaktionen | 106 |
| (3) | Bekanntmachungspflichten im Anschluss an die Transaktionsdurchführung | 106 |
| ee) | Handelsbedingungen | 107 |
| ff) | Einschränkungen | 108 |
| 3) | Fazit | 111 |
| VIII) | Sanktionsmechanismen bei Verstößen gegen § 14 Abs. 1 | 113 |
| IX) | Fazit | 115 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| B. | Auswirkungen der Änderungen des Insiderhandelsverbots auf den M&A-Bereich | 118 |
| I) | Überblick | 118 |
| II) | Reichweite der Untersuchung | 118 |
| III) | Außerbörslicher versus börslicher Handel im M&A-Bereich | 119 |
| IV) | Die Konformität der due diligence im Rahmen von M&A-Transaktionen mit dem Verbot des Insiderhandels bei face-to-face Geschäften | 122 |
| 1) | Geltung des Insiderrechts im Rahmen von face-to-face Geschäften | 122 |
| 2) | Die due diligence in der deutschen Rechtswirklichkeit | 123 |
| 3) | Das Weitergabeverbot und die Offenlegung von Insiderinformationen durch den Emittenten im Rahmen des Erwerbs vom Emittenten | 124 |
| a) | Allgemeine Konkretisierung der „Unbefugtheit“ | 125 |
| b) | Das Merkmal „unbefugt“ vor dem Hintergrund der due diligence | 128 |
| c) | Feinsteuerung durch Ausformung von Einzelanforderungen | 133 |

| | |
|---|-----|
| 4) Berücksichtigung von Aufklärungspflichten nach § 311 Abs. 2 BGB im Rahmen der Informationsweitergabe beim Erwerb von der Zielgesellschaft..... | 135 |
| a) Notwendigkeit des Rückschlusses aus der Aufklärungspflicht bei Gleichlauf der entscheidenden Merkmale?..... | 135 |
| b) Fälle des Auseinanderfallens von Aufklärungspflicht aus cic und kapitalmarktrechtlicher Bestimmung der Weitergabebefugnis | 136 |
| c) Ergebnis | 138 |
| 5) Informationsweitergabe bei Personenverschiedenheit zwischen Zielgesellschaft und Veräußerer..... | 138 |
| a) Weitergabe durch die Zielgesellschaft..... | 139 |
| b) Veräußerer informiert den Erwerbsinteressenten | 139 |
| 6) Fazit zur Relevanz des Weitergabeverbots bei außerbörslichen Transaktionen | 141 |
| 7) Die Verwendung der durch eine due diligence gewonnenen Insiderinformationen bei face-to-face Geschäften..... | 142 |
| a) Die grundsätzliche Einschlägigkeit des Insiderhandelsverbots..... | 142 |
| b) Ausnahmen..... | 145 |
| aa) Das Prinzip der „Waffengleichheit“ aufgrund gleichen Kenntnisstands | 145 |
| (1) Die „Waffengleichheit“ als Regulativ im bisherigem Recht beim „Ausnutzen“..... | 145 |
| (2) Fortgeltung dieses Regulativs trotz Einführung des „Verwendens“? | 146 |
| (a) Filterung von tatsächlich konfliktträchtigen face-to-face Geschäften | 146 |
| (b) Sonderfall: Gleicher Kenntnisstand der Vertragsparteien..... | 148 |
| (aa) Die Rechtslage unter dem Blickwinkel des Schutzzwecks des Insiderhandelsverbots | 148 |
| (bb) Rechtlicher Anknüpfungspunkt für das vorangestellte Verständnis | 150 |
| (3) Abgleich mit der typischen Situation des Paketerwerbs – Irrelevanz der Waffengleichheit?..... | 153 |
| bb) Sachverhalte im Sinne der §§ 29 ff. WpÜG | 154 |
| (1) Interpretation der BaFin..... | 154 |
| (2) Rechtliche Bewertung der Ansicht der BaFin | 155 |
| (a) Kompetenzrechtliche Bedenken..... | 155 |
| (b) Inhaltliche Defizite in der Konzeption der BaFin | 157 |
| (3) Ergebnis zur Ausnahme nach §§ 29 ff. WpÜG | 161 |
| cc) Fester Erwerbsentschluss mit Vorbehalt der Abstandnahme ... | 162 |
| (1) Aufriss..... | 162 |

| | |
|---|-----|
| (2) Eröffnung einer Ausnahme durch Manifestation des festen Erwerbsentschlusses..... | 162 |
| (3) Verfehlung der praktischen Bedürfnisse?..... | 164 |
| (4) Ausgestaltung des Vorbehalts, insbesondere Anknüpfungspunkt der Festlegung negativer Informationen..... | 164 |
| (5) Abschließende Erwägungen unter Berücksichtigung des Zwecks der due diligence..... | 167 |
| 8) Ergebnis hinsichtlich des Verwendungsverbots..... | 168 |
| 9) Rückschlüsse aus dem Verbot der Verwendung auf das Weitergabeverbot | 170 |
| 10) Die Pflicht des Vorstandes zur Durchführung einer due diligence..... | 173 |
| a) Ausgangspunkt der Ermittlung einer Pflicht: Das geltende Gewährleistungsrecht..... | 173 |
| aa) Ausschluss der Rechte des Käufers nach § 442 BGB bei unterlassener due diligence? | 173 |
| bb) Grobe Fahrlässigkeit nach § 442 Abs. 1 S. 2 BGB aufgrund Verkehrssitte? | 175 |
| cc) Zwischenergebnis zur Einschlägigkeit von § 442 BGB | 177 |
| b) Folgerungen | 178 |
| c) Ergebnis | 178 |
| V) Insiderrechtliche Besonderheiten beim Handel im börslichen Bereich..... | 179 |
| 1) Besonderheiten des Weitergabeverbots | 179 |
| a) Befugte Weitergabe aufgrund Risikoerwägungen..... | 179 |
| b) Xetra XXL..... | 180 |
| c) Zwischenergebnis | 181 |
| d) Die Anonymität an der Börse | 181 |
| e) Ergebnis | 183 |
| 2) Das eingeführte Verwendungsverbot im börslichen Bereich | 183 |
| a) Insiderrechtliche Unbedenklichkeit von Paketerwerben aufgrund hergestellter Waffengleichheit?..... | 183 |
| b) Fester Erwerbsentschluss mit Vorbehalt der Abstandnahme | 184 |
| c) Die Abgabe eines öffentlichen Übernahmeangebotes zum Kontrollerwerb..... | 185 |
| d) Ergebnis | 185 |
| VI) Chinese Walls und das Insiderhandelsverbot im M&A-Bereich..... | 186 |
| 1) Bedeutung und Durchleuchtung der Begrifflichkeit „Chinese Wall“ | 186 |
| 2) Vermeidung insiderrechtlicher Probleme durch Einschaltung externer Berater | 187 |

| | | |
|-------|--|-----|
| a) | Erstellung eines due diligence-Reports unter Verarbeitung von Insiderinformationen..... | 188 |
| b) | Filterung von Insiderinformationen durch externe Berater | 188 |
| c) | Risikominimierung bei falscher Beurteilung des externen Beraters | 190 |
| 3) | Ergebnis..... | 192 |
| VII) | Der Erwerbsentschluss als Anwendungsfall des Insiderhandelsverbots? | 193 |
| 1) | Der eigene Entschluss zu Erwerb oder Veräußerung, dessen Umsetzung und die Kenntnis von Erwerbsverhandlungen oder von der Durchführung einer due diligence im Feld insiderrechtlich relevanter Handlungen nach § 14 Abs. 1 Nr. 1 | 193 |
| 2) | Die Insiderinformation „Erwerbsentschluss“, ihre Weitergabe an und ihre Verwendung durch Dritte..... | 195 |
| a) | Grundsätzliches..... | 195 |
| b) | Informationelle Voraussetzungen für die Ergreifung der Maßnahmen des warehousing und der white knights..... | 196 |
| c) | Das warehousing im Spannungsfeld des Insiderhandelsverbots und übernahmerechtlicher Vorschriften | 198 |
| d) | Die insiderrechtliche Zulässigkeit von white knights..... | 200 |
| e) | Ergebnis | 204 |
| VIII) | Das Verhinderungspotential von § 14 Abs. 1 bei M&A-Transaktionen | 205 |
| 1) | Abwehrmöglichkeiten des neuen Insiderrechts bei feindlichen Übernahmen | 205 |
| 2) | Konsequenzen des versuchten, aber gescheiterten Auf- bzw. Ausbaus einer Beteiligung unternehmerischer Art | 206 |
| IX) | Übernahmerechtliche Sondergestaltung: Management Buy-Out | 208 |
| 1) | Einschlägigkeit der insiderrechtlichen Verbote | 208 |
| 2) | Vermeidungsstrategien zur insiderrechtlichen Konfliktbewältigung des Managements beim Buy-Out | 210 |
| a) | Ausnahmen von der Einschlägigkeit des § 14 Abs. 1 im außerbörslichen Bereich | 210 |
| b) | Insiderrechtliche Gesichtspunkte beim Management Buy-Out über die Börse | 213 |
| 3) | Ergebnis..... | 213 |
| 4) | Das typische Management Buy-Out | 214 |
| a) | Praktische Erwägungen vor dem Hintergrund der Organisationsstruktur der betroffenen Unternehmen | 214 |
| b) | Beweggründe des Management Buy-Outs und ihre Konsequenzen für das Insiderrecht bei börsennotierten Aktiengesellschaften..... | 215 |

| | | |
|-----------|--|------------|
| c) | Finanzierungsbedingte Besonderheiten des Leveraged-Buy-Out ... | 216 |
| d) | Ergebnis | 218 |
| X) | Fazit | 219 |
| C. | Aktienoptionsprogramme | 223 |
| I) | Stock options in der deutschen Rechtswirklichkeit | 223 |
| II) | Aktienoptionsprogramme für Vorstandsmitglieder aus insiderrechtlicher Sicht | 225 |
| 1) | Einleitung | 225 |
| 2) | Formen der Umsetzung von Aktienoptionsprogrammen | 225 |
| a) | Echte versus virtuelle Eigenkapitalinstrumente und die Reich- weite der Geltung des Insiderrechts | 225 |
| b) | Ausgestaltungsformen von Aktienoptionsprogrammen | 227 |
| 3) | Chronologie eines Aktienoptionsprogrammes unter insider rechtlicher Betrachtung | 229 |
| a) | Einführung des Aktienoptionsprogrammes | 229 |
| b) | Schaffung bzw. Beschaffung und Unterlegung der Optionen von Unternehmensseite | 229 |
| aa) | Schaffung neuer bzw. Beschaffung existierender Optionen | 230 |
| bb) | Die Optionsunterlegung als insiderrechtlich relevantes Verhalten | 233 |
| (1) | Leitlinien der europäischen MMR und des deutschen WpHG | 233 |
| (2) | Verdichtung der Materie durch die Ausnahme-VO | 235 |
| c) | Vertragliche Vereinbarung über die Gewährung von Optionen | 237 |
| aa) | Die Filterfunktion insiderrechtlicher Merkmale im bisherigen Recht | 237 |
| bb) | Fortgeltung und Veränderung der maßgeblichen Voraussetzungen nach AnSVG | 240 |
| cc) | Lösungsansätze zur weitestgehenden Vermeidung eines Insiderrechtsverstoßes | 242 |
| dd) | Sonderfall: Ungewissheit der Art der Optionsunterlegung bei Vertragsschluss | 244 |
| ee) | Fazit | 246 |
| d) | Zuteilung der Optionen | 246 |
| e) | Ausübung der Aktienoptionen | 248 |
| f) | Veräußerung der Aktien | 253 |
| III) | Aktienoptionsprogramme außerhalb des Zirkels des Vorstands | 255 |
| IV) | Fazit | 258 |

| | |
|---|-----|
| D. Restrukturierungsmaßnahmen | 260 |
| I) Problemaufriss inklusive Begriffsbestimmung | 260 |
| II) Die Befugnis zur Weitergabe von Insiderinformationen im Rahmen von Restrukturierungen | 261 |
| 1) Gesetzlich statuierte Informationspflichten | 261 |
| a) Die legitimierende Funktion gesetzlicher Informationspflichten im Hinblick auf § 14 Abs. 1 Nr. 2 | 261 |
| b) Grenzen der Legitimationswirkung | 265 |
| 2) Verdrängung des Weitergabeverbots trotz Fehlens gesetzlicher Informationspflichten? | 267 |
| 3) Die Befugnis zur Weitergabe unter Berücksichtigung der Gesellschaftsinteressen | 268 |
| 4) Ergebnis | 269 |
| III) Aspekte des insiderrechtlichen Verwendungsverbots | 270 |
| IV) Fazit | 271 |
| E. Schlussbetrachtung zum Verbot von Insidergeschäften | 272 |
| I) Zur Reichweite und Relevanz der fortentwickelten Verbotsnorm des § 14 | 272 |
| II) Compliance und Insiderhandel | 278 |
| Teil 3: Die neue Ad-hoc-Publizität | 281 |
| A. Die neue Ad-hoc-Publizität im Überblick | 281 |
| I) Die Ad-hoc-Publizität im Koordinatensystem des Insiderrechts | 281 |
| 1) Einordnung | 281 |
| 2) Entwicklung des Aufkommens von Ad-hoc-Mitteilungen | 282 |
| 3) Zielstellung | 284 |
| II) Das AnSVG: Die Veränderungen des Instituts der Ad-hoc-Publizität | 285 |
| 1) Reguläre Ad-hoc-Publizität des § 15 Abs. 1 S. 1 | 285 |
| a) Grundlegende Strukturveränderungen im Tatbestand der Ad-hoc-Publizität | 285 |
| b) Insiderinformation | 286 |
| c) Der Kreis der Normadressaten des § 15 Abs. 1 S. 1 | 289 |
| d) Die Unmittelbarkeit der Insiderinformation | 290 |
| aa) Allgemeines | 290 |
| bb) Fixpunkt der unmittelbaren Insiderinformation | 291 |
| cc) Die Unmittelbarkeit in concreto | 293 |

| | |
|---|-----|
| (1) Implementierung bisherigen Rechts: Der Tätigkeitsbereich des Emittenten..... | 293 |
| (2) Die Fortgeltung des bisherigen Rechts in inhaltlicher Hinsicht..... | 293 |
| (3) Zwischenfazit..... | 295 |
| (4) Entfaltung der Unmittelbarkeit im Recht nach AnSVG..... | 296 |
| (5) Rückkoppelung der allgemeingültigen Definition der Unmittelbarkeit an die Beispielskataloge von CESR und BaFin..... | 299 |
| (6) Abgleich der aktuellen mit der bisherigen Rechtslage..... | 300 |
| (7) Ergebnis..... | 301 |
| dd) Auswirkungen der Unmittelbarkeit auf praktisch relevante Fälle..... | 303 |
| (1) Rating..... | 303 |
| (2) Squeeze-Out-Konstellationen..... | 305 |
| ee) Abstimmungsnotwendigkeiten im neuen Recht..... | 305 |
| 2) Spezielle Ad-hoc-Publizität nach § 15 Abs. 1 S. 4, 5..... | 306 |
| a) Grundlegende Einordnung..... | 306 |
| b) Schritt 1: Umgrenzung des Anwendungsbereichs aufgrund Gesetzssystematik..... | 307 |
| c) Schritt 2: Der Anwendungsbereich en detail anhand seiner tatbestandlichen Ausgestaltung..... | 308 |
| aa) Insiderinformationen iSv § 15 Abs. 1 S. 4..... | 308 |
| bb) Weitergabe im Rahmen der Befugnis..... | 309 |
| cc) Adressat der Veröffentlichungspflicht..... | 310 |
| dd) Suspendierung der speziellen Veröffentlichungspflicht..... | 312 |
| d) Schritt 3: Unstimmigkeiten der speziellen Ad-hoc-Publizitätspflicht im neuen Recht..... | 313 |
| e) Fazit..... | 315 |
| 3) Inhaltliche und verfahrensrechtliche Anforderungen an die Veröffentlichung von Insiderinformationen..... | 316 |
| a) Die nationale Ebene..... | 316 |
| aa) Die Bedeutung der Veröffentlichungsformalia..... | 316 |
| bb) Formalia en detail..... | 317 |
| b) Konformität der nationalen Regelungen mit den europäischen Vorgaben..... | 317 |
| c) Fazit..... | 320 |
| 4) Die Möglichkeit des Aufschubs der Veröffentlichung nach § 15 Abs. 3..... | 321 |
| a) Überblick..... | 321 |
| b) Die tatbestandlichen Voraussetzungen der Befreiung: Allgemeine kapitalmarktrechtliche Pflichten versus wirtschaftliche Eigeninteressen des Ad-hoc-Pflichtigen..... | 322 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| aa) | Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten..... | 322 |
| (1) | Europarechtlich bedingte Ausfüllung der Begrifflichkeit mittels Fallbeispielen | 322 |
| (2) | Abstraktion unter Berücksichtigung genannter Beispiele | 326 |
| bb) | Keine Irreführung der Öffentlichkeit..... | 329 |
| cc) | Gewährleistung der Vertraulichkeit..... | 332 |
| (1) | Tatbestandliche Anforderungen..... | 332 |
| (2) | Europarechtliche Umsetzungserfordernisse | 335 |
| (3) | Durchbrechung der Vertraulichkeitsgewährleistung durch Marktgerüchte | 336 |
| c) | Die Folgen verstärkter Eigenverantwortung des Emittenten..... | 338 |
| aa) | Verfahrensrechtliche Änderungen im Recht nach AnSVG | 338 |
| bb) | Vorkehrungen zum Nachweis rechtmäßiger Befreiung | 341 |
| d) | Fazit..... | 342 |
| 5) | Fazit | 343 |
| B. | Die Ad-hoc-Publizität im Feld der M&A-Transaktionen | 345 |
| I) | Die M&A-Transaktion als Insiderinformation..... | 345 |
| II) | Veröffentlichungspflichten des potentiellen Käufers..... | 349 |
| 1) | Der Charakter als unmittelbare Insiderinformation | 349 |
| 2) | Bedeutung des Veröffentlichungsaufschubs nach § 15 Abs. 3 für M&A-Transaktionen..... | 350 |
| 3) | Besonderheiten des „asset deal“ | 351 |
| 4) | Auswirkungen der Einschlägigkeit übernahmerechtlicher Vorschriften..... | 352 |
| a) | Freiwilliges öffentliches Angebot..... | 352 |
| b) | Sonstige übernahmerechtlichen Veröffentlichungspflichten..... | 355 |
| III) | Ad-hoc-Pflicht der Zielgesellschaft einer M&A-Transaktion | 356 |
| 1) | Erweiterung des Pflichtenkreises der Zielgesellschaft durch das AnSVG..... | 356 |
| 2) | Möglichkeiten des Aufschubs der Veröffentlichung | 358 |
| a) | Gründe des Aufschubs und die tatsächliche Geltendmachung durch die Verwaltung der Zielgesellschaft | 359 |
| b) | Zwischenfazit..... | 362 |
| c) | Folgerungen für die Kontaktaufnahme und den Umgang mit der Zielgesellschaft | 363 |
| 3) | Abgleich mit zentralen Aspekten des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes | 363 |
| a) | Einschränkung der Ad-hoc-Publizitätspflicht durch das übernahmerechtliche Neutralitätsgebot | 363 |

| | | |
|-----------|---|------------|
| b) | Die Sperrwirkung der Veröffentlichungspflichten des WpÜG zulasten der Ad-hoc-Publizitätspflicht der Zielgesellschaft..... | 365 |
| IV) | Fazit | 367 |
| C. | Die Veröffentlichungspflicht nach § 15 im konzernrechtlichen Umfeld | 370 |
| I) | Problemaufriss..... | 370 |
| II) | Begrifflichkeiten..... | 371 |
| III) | Veröffentlichungspflicht der Muttergesellschaft | 372 |
| 1) | Die konkrete Filterfunktion des Eintritts im Tätigkeitsbereich des Emittenten | 372 |
| 2) | Die Charakterisierung von „Konzerninformationen“ als unmittelbare Insiderinformationen..... | 373 |
| a) | Fortgeltung der konzernspezifischen Einschränkung durch Um- grenzung des Einflussbereichs im Merkmal der Unmittelbarkeit? | 373 |
| b) | Die zentrale Voraussetzung des Kursbeeinflussungspotentials..... | 375 |
| c) | Wissensdefizite im Konzern und das Problem der Wissenszurechnung..... | 376 |
| aa) | Systematische Aspekte der Ad-hoc-Publizität..... | 376 |
| bb) | Inhaltliche Reichweite der Wissenszurechnung im Rahmen der Ad-hoc-Publizität..... | 377 |
| d) | Fazit..... | 379 |
| 3) | Aufschub der Veröffentlichung: Die Notwendigkeit konzern weiter Interpretation des berechtigten Interesses | 379 |
| IV) | Veröffentlichungspflicht der Tochtergesellschaft..... | 381 |
| 1) | Die Kenntnis von Insiderinformationen der Muttergesellschaft und die Auswirkungen auf etwaige Veröffentlichungspflichten der Tochtergesellschaft..... | 381 |
| 2) | Leitlinien zum Aufschub der Veröffentlichung durch die Tochtergesellschaft..... | 384 |
| V) | Konzernrechtlich bedingte gemeinsame Erfüllung der Ad-hoc-Publizität | 384 |
| 1) | Gefährdung der AnSVG-Ziele durch eine konzernrechtlich erweiterte Veröffentlichungspflicht | 384 |
| 2) | Reduktion der Ad-hoc-Mitteilungen aufgrund gemeinsamer Erfüllung des § 15 Abs. 1 S. 1..... | 385 |
| a) | Veröffentlichungsstrategien im Konzern..... | 385 |
| b) | Abgleich der Veröffentlichungsstrategien mit zivil- und ordnungswidrigkeitenrechtlichen Rechtsfolgen | 386 |

| | |
|--|----------------|
| c) Konsolidierte Ad-hoc-Mitteilungen zur Auflösung bestehender Risiken | 389 |
| 3) Konsolidierte Ad-hoc-Mitteilungen im geltenden Recht..... | 390 |
| VI) Fazit | 391 |
| D. Schlussbetrachtung der Ad-hoc-Publizitätspflicht | 393 |
| Schlussteil: Zusammenführung und Zusammenfassung der Ergebnisse..... | 397 |
| A. Stärken und Schwächen des Insiderhandelsverbots und der Ad-hoc-Publizität nach AnSVG | 397 |
| B. Insiderhandelsverbot und Ad-hoc-Publizität de lege lata und de lege ferenda | 403 |
| Literaturverzeichnis..... | 417 |