

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

---

**Band 261**

# **Kapitalmarktrechtliche Haftungsrisiken beim Aktienrückkauf**

**Von**

**Corvin Hennig**



**Duncker & Humblot · Berlin**

CORVIN HENNIG

Kapitalmarktrechtliche Haftungsrisiken  
beim Aktienrückkauf

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen  
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Hamburg

Professor Dr. Jens Koch, Köln

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler †

Band 261

# Kapitalmarktrechtliche Haftungsrisiken beim Aktienrückkauf

Von

Corvin Hennig



Duncker & Humblot · Berlin

Die Juristische Fakultät der Gottfried Wilhelm Leibniz Universität Hannover  
hat diese Arbeit im Jahr 2024 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten  
© 2025 Duncker & Humblot GmbH, Berlin  
Satz: 3w+p GmbH, Rimpau  
Druck: CPI books GmbH, Leck  
Printed in Germany

ISSN 1614-7626  
ISBN 978-3-428-19385-1 (Print)  
ISBN 978-3-428-59385-9 (E-Book)

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☺

Verlagsanschrift: Duncker & Humblot GmbH, Carl-Heinrich-Becker-Weg 9,  
12165 Berlin, Germany | E-Mail: [info@duncker-humblot.de](mailto:info@duncker-humblot.de)  
Internet: <https://www.duncker-humblot.de>

*Ich grüße alle, die mich kennen.*



## **Vorwort**

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2024 von der Juristischen Fakultät der Gottfried Wilhelm Leibniz Universität Hannover als Dissertation angenommen. Rechtsprechung, aufsichtsrechtliche Verlautbarungen und Literatur wurden bis Ende März 2024 berücksichtigt.

Mein besonderer Dank gilt zunächst meiner Doktormutter, Frau Prof. Dr. Petra Buck-Heeb, für die prägende Zeit am Lehrstuhl, den stets wertvollen juristischen Austausch und die weitsichtigen Ermutigungen darüber hinaus. Herrn Prof. Dr. Dr. h. c. Bernd H. Oppermann, Prof. h. c. (UMCS), LL.M. (UCLA) danke ich sehr für die äußerst rasche Erstellung des Zweitgutachtens und die angenehme Disputation. Ebenfalls möchte ich mich für die Aufnahme in die Schriftenreihe „Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht“ bei den Herausgebern recht herzlich bedanken.

Meinen Kolleginnen und Kollegen am Lehrstuhl danke ich für all die motivierenden Gespräche und geselligen Abende.

Nicht nur hinsichtlich der mühevollen Durchsicht des Manuskripts konnte ich mich auf viele tolle Freunde und meine Familie verlassen, wofür ich allen unendlich dankbar bin. Ohne ihre feinfühligen Bestärkungen in schwierigen Momenten, ohne die vielseitigen Unterstützungen und auch ohne die gelegentlich notwendigen Ablenkungen hätte ich diese Arbeit nicht dergestalt fertigstellen können. Ganz besonders danke ich meinen Eltern, Simon und Heike, Andrea, meinen Geschwistern sowie meinen Großeltern, deren Vertrauen und Rückhalt mir seit jeher Sicherheit in allen Lebenslagen gibt.

Mein wichtigster und größter Dank gilt schließlich Kim, die mich stets unterstützt und die ich immer an meiner Seite weiß, deren unermesslicher Beitrag weit über den Verzicht auf gemeinsame Zeit hinausgeht und mit der ich teilen möchte so viel ich kann. Du gibst allem erst seinen Sinn, Dir ist diese Arbeit gewidmet.

Hannover, im September 2024

*Corvin Hennig*



# Inhaltsübersicht

<b>Einführung</b>	31
§ 1 Einleitung .....	31
§ 2 Gegenstand der Untersuchung .....	35
§ 3 Gang der Untersuchung .....	40
<i>Erster Teil</i>	
<b>Allgemeine Grundlagen des Aktienrückkaufs</b>	43
§ 4 Aktienrückkauf .....	43
§ 5 Gesellschaftsrechtlicher Rahmen des Erwerbs eigener Aktien .....	63
§ 6 Kapitalmarktrecht und Aktienrückkaufprogramme .....	75
§ 7 Erwerbsmotive, Rückkaufszwecke und Kursreaktionen .....	182
<i>Zweiter Teil</i>	
<b>Leichtfertige Marktmisbrauchsverstöße beim Aktienrückkauf</b>	195
§ 8 Ausgewählte Untersuchungsszenarien .....	195
§ 9 Leichtfertige Marktmanipulation mittels Informationsverbreitung .....	199
§ 10 Orientierung an den Safe Harbour Bedingungen .....	267
§ 11 Marktmisbrauch in Sondersituationen .....	296
§ 12 Verwaltungsrechtliche Sanktionen .....	315
§ 13 Grenzen zur Verwirklichung von Straftaten .....	320
<i>Dritter Teil</i>	
<b>Zivil- und aufsichtsrechtliche Folgen kapitalmarktrechtlicher Verstöße</b>	331
§ 14 Zivilrechtliche Haftung beim Aktienrückkauf durch grob fahrlässiges Verhalten .....	331
§ 15 Verwaltungsrechtliche Aufsicht beim Aktienrückkauf .....	340

	<i>Vierter Teil</i>	
	<b>Schlussbetrachtungen</b>	364
§ 16 Ausblick . . . . .		364
§ 17 Zusammenfassung und Fazit . . . . .		370
<b>Literaturverzeichnis</b> . . . . .		380
<b>Anlagen (Ad-hoc Mitteilungen, Initialmeldungen und Pressemitteilungen)</b>		400
Adidas AG . . . . .		400
Allianz SE . . . . .		412
Basler AG . . . . .		414
Bilfinger SE . . . . .		416
Deutsche Post AG (DHL Group) . . . . .		419
Elmos Semiconductor SE . . . . .		424
FUCHS PETROLUB SE . . . . .		426
IVU Traffic Technologies AG . . . . .		428
JDC Group AG . . . . .		432
PATRIZIA AG (jetzt PATRIZIA SE) . . . . .		434
SAP SE . . . . .		438
Ströer SE & Co. KGaA . . . . .		440
United Internet AG . . . . .		441
Wirecard AG . . . . .		444
Zalando SE . . . . .		446
<b>Stichwortverzeichnis</b> . . . . .		447

# Inhaltsverzeichnis

	<b>Einführung</b>	31
§ 1	Einleitung . . . . .	31
§ 2	Gegenstand der Untersuchung . . . . .	35
§ 3	Gang der Untersuchung . . . . .	40
Erster Teil		
	<b>Allgemeine Grundlagen des Aktienrückkaufs</b>	43
§ 4	Aktienrückkauf . . . . .	43
A.	Allgemeines . . . . .	44
B.	Motive für Aktienrückkäufe . . . . .	45
I.	Einfluss auf die Aktionärsstruktur . . . . .	45
1.	Verkleinerung des Aktionärskreises . . . . .	46
2.	Zur Abwehr eines Übernahmeverversuches . . . . .	46
II.	Aktienrückkäufe als Finanzmanagementinstrument . . . . .	47
1.	Gesamt- und Fremdkapitalrendite . . . . .	47
2.	Alternative zu Dividendenzahlungen . . . . .	47
3.	Nutzung als bewegliches Kapital . . . . .	48
III.	Einwirkung auf den Aktienkurs und Erklärungsansätze . . . . .	49
1.	Technischer Rückkaufseffekt . . . . .	51
2.	Hebeleffekt („ <i>leverage-effect</i> “) . . . . .	51
3.	Dividendensubstitutionshypothese . . . . .	51
4.	Free cash flow-Hypothese („ <i>free cash flow</i> “) . . . . .	52
5.	Signaling-Hypothese („ <i>signaling</i> “) . . . . .	52
IV.	Zusammenfassung . . . . .	54
C.	Gefahren bei Aktienrückkäufen . . . . .	55
I.	Ungleichbehandlung der Aktionäre . . . . .	55
II.	Kapitalabfluss aus der Gesellschaft . . . . .	56
III.	Einschränkung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes . . . . .	57
IV.	Zusammenfassung . . . . .	58
D.	Erwerbsmethoden von Aktienrückkäufen . . . . .	59
I.	Erwerb über die Börse („ <i>open market repurchase</i> “) . . . . .	59
II.	Öffentliche Rückkaufangebote („ <i>tender offer</i> “) . . . . .	61
III.	Emission übertragbarer Verkaufsrechte („ <i>transferable put rights</i> “) . . . . .	62

IV.	Paketerwerb („ <i>privately negotiated repurchase</i> “) .....	62
E.	Zusammenfassung .....	63
§ 5	Gesellschaftsrechtlicher Rahmen des Erwerbs eigener Aktien .....	63
A.	Allgemeines zum Erwerb eigener Aktien, §§ 71 ff. AktG .....	63
B.	Regelungszwecke der §§ 71 ff. AktG .....	65
I.	Kapitalschutz .....	65
II.	Aktionärsschutz .....	66
C.	Die Erwerbsausnahmen des § 71 Abs. 1 Nr. 1–8 AktG .....	66
I.	Abwendung eines unmittelbar bevorstehenden Schadens, § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG .....	66
II.	Belegschaftsaktien, § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG .....	67
III.	Erwerb zur Abfindung nach UmwG, § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG ..	67
IV.	Unentgeltlicher Erwerb und Einkaufskommission, § 71 Abs. 1 Nr. 4 AktG .....	68
V.	Gesamtrechtsnachfolge, § 71 Abs. 1 Nr. 5 AktG .....	68
VI.	Herabsetzung des Grundkapitals (Einziehung), § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG .....	69
VII.	Wertpapierhandel, § 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG .....	69
VIII.	Generalermächtigung der Hauptversammlung, § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG .....	70
D.	Weitere Voraussetzungen des § 71 AktG .....	71
E.	Rechtsfolgen eines unzulässigen Erwerbs .....	72
F.	Weitere Normen der §§ 71 ff. AktG .....	73
G.	Bilanzierung des Erwerbs eigener Aktien .....	74
H.	Zusammenfassung .....	75
§ 6	Kapitalmarktrecht und Aktienrückkaufprogramme .....	75
A.	Kapitalmarktrecht .....	76
I.	Funktionsschutz .....	77
II.	Anlegerschutz .....	78
B.	Bedeutung von Informationen für den Kapitalmarkt .....	78
C.	Marktmissbrauch .....	80
I.	Marktmissbrauchsverordnung (EU) 596/2014 (MAR) .....	80
II.	Auslegungsgrundsätze des EuGH .....	81
III.	Der „verständige Anleger“ als Maßstab .....	83
D.	Die Schnittmenge aus Marktmissbrauchsrecht und Aktienrückkäufen .....	86
E.	Verbot von Insidergeschäften und der unerlaubten Offenlegung, Art. 14 MAR .....	87
I.	Insiderinformation, Art. 7 MAR .....	89
1.	Präzise Information .....	89
2.	Nicht öffentlich bekannt .....	91
3.	Erhebliche Kursbeeinflussung .....	91
4.	Insiderinformationen bei Aktienrückkäufen .....	92

II.	Insidergeschäft, Art. 8 MAR .....	93
III.	Verbote Handlungen, Art. 14 MAR .....	96
1.	Geschäftsverbot, Art. 14 lit. a) MAR .....	96
2.	Empfehlungs- und Verleitungsverbot, Art. 14 lit. b) MAR ..	97
3.	Offenlegungsverbot, Art. 14 lit. c) MAR .....	98
IV.	Ausnahmeregelungen .....	99
1.	Legitime Handlungen, Art. 9 MAR .....	100
2.	Masterplan Ausnahme .....	100
V.	Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen .....	101
1.	Insiderverstöße als Straftat, § 119 Abs. 3 Nr. 1–3 WpHG ...	101
2.	Insiderverstöße als Ordnungswidrigkeit, § 120 Abs. 14 WpHG	102
3.	Versuchsstrafbarkeit, § 119 Abs. 4 WpHG .....	102
VI.	Zusammenfassung .....	102
F.	Verbot der Marktmanipulation, Art. 15, 12 MAR .....	103
I.	Tatbestand der Marktmanipulation, Art. 12 MAR .....	106
1.	Marktmanipulationsvarianten des Art. 12 Abs. 1 MAR.....	106
2.	Marktmanipulationen gemäß Art. 12 Abs. 2, 3 MAR .....	107
a)	Tatbestandskonkretisierungen der Art. 12 Abs. 2 lit. a)–e) MAR .....	107
b)	Indikatoren aus Art. 12 Abs. 3 i. V. m. Anhang I MAR ...	108
3.	Konkurrenzverhältnis der Tatbestandsvarianten .....	108
4.	Tatbestandsausnahmen .....	110
II.	Handelsgestützte Marktmanipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR	111
III.	Handlungsgestützte Marktmanipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. b) MAR .....	112
IV.	Informationsgestützte Marktmanipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR .....	114
1.	Verbreiten von Informationen .....	114
2.	Falsche und irreführende Signale .....	116
a)	Falsche Signale .....	116
b)	Irreführende Signale .....	117
3.	Markttäuschungs- und Kursmanipulationseignung .....	118
a)	Markttäuschungseignung .....	118
b)	Kursmanipulationseignung .....	120
c)	Eignungsmaßstab in der Rechtsprechung .....	123
4.	Subjektives Element – „Wissen“ oder „Wissen müssen“ ..	124
V.	Marktmanipulation durch Unterlassen .....	124
1.	Abgrenzung von Irreführung und Unterlassen .....	125
2.	Streitpunkte der Strafbarkeit einer informationsgestützten Marktmanipulation durch Unterlassen .....	126
a)	Informationsgestützte Marktmanipulation als echtes Unter- lassungsdelikt .....	128

aa) Wortlautauslegung von Art. 12 Abs. 1 lit. a) und lit. b) MAR .....	129
bb) Telos des Art. 12 Abs. 1 MAR .....	130
cc) Zwischenfazit .....	130
b) Informationsgestützte Marktmanipulation als unechtes Unterlassungsdelikt, § 13 StGB (§ 8 OWiG) .....	131
aa) Mangelnde Anwendbarkeit .....	132
bb) Garantenstellung .....	135
cc) Modalitätenäquivalenz .....	137
3. Stellungnahme .....	139
VI. Straf- und verwaltungsrechtliche Sanktionen .....	140
1. Subjektives Element der Sanktionsnormen .....	140
2. Marktmanipulation als Straftat, § 119 Abs. 1 WpHG .....	141
3. Marktmanipulation als Ordnungswidrigkeit, § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG .....	142
VII. Zusammenfassung .....	143
G. Der Tatbestandsausschlussgrund (Safe Harbour) des Art. 5 Abs. 1 MAR bei Aktienrückkaufprogrammen .....	144
I. Voraussetzungen des Safe Harbour .....	146
1. Rückkaufprogramm, Art. 3 Abs. 1 Nr. 17 MAR .....	147
2. Kenntlichmachung der Inanspruchnahme .....	147
a) Kenntlichmachungspflicht bezüglich Art. 5 Abs. 1 MAR .....	147
b) Wortlaut der Inanspruchnahme .....	149
3. Einklang mit Art. 60–66 RL (EU) 2017/1132 .....	151
4. Privilegierte Zwecke, Art. 5 Abs. 1 lit. d), Abs. 2 MAR .....	151
a) Kapitalreduzierung, Art. 5 Abs. 2 lit. a) MAR .....	152
b) Erfüllung einer Verpflichtung aus einem Schuldtitel, Art. 5 Abs. 2 lit. b) MAR .....	152
c) Erfüllung einer Verpflichtung aus einem Belegschafts- aktienprogramm, Art. 5 Abs. 2 lit. c) MAR .....	153
d) „Einziger Zweck“ .....	153
5. Angemessene Bekanntgabe der Einzelheiten, Art. 5 Abs. 1 lit. a) MAR, Art. 2 Abs. 1 lit. a)–d) DelVO (EU) 2016/1052 .....	154
a) Zweck, Geldbetrag, Höchstzahl der Aktien und Zeitraum .....	155
b) Angemessene Bekanntgabe .....	155
c) Änderungen der Einzelheiten .....	157
6. Handelsbedingungen, Art. 3 DelVO (EU) 2016/1052 .....	157
a) Handelsplatz, Art. 3 Abs. 1 lit. a) DelVO (EU) 2016/1052 .....	158
b) Handel in Auktionsphasen, Art. 3 Abs. 1 lit. b) und lit. c) DelVO (EU) 2016/1052 .....	158
c) Angemessene Kursgrenzen, Art. 3 Abs. 2 DelVO (EU) 2016/1052 .....	159
d) Angemessenes Handelsvolumen, Art. 3 Abs. 3 DelVO (EU) 2016/1052 .....	160

7.	Handelsbeschränkungen, Art. 4 DelVO 2016/1052 . . . . .	160
a)	Kein Verkauf eigener Aktien, Art. 4 Abs. 1 lit. a) DelVO (EU) 2016/1052 . . . . .	161
b)	Kein Handel während des geschlossenen Zeitraums, Art. 4 Abs. 1 lit. b) DelVO (EU) 2016/1052 . . . . .	161
c)	Kein Handel bei Aufschub einer Ad-hoc Mitteilung, Art. 4 Abs. 1 lit. c) DelVO (EU) 2016/1052 . . . . .	162
d)	Programmierte und durch Dritte durchgeführte Rückkaufprogramme, Art. 4 Abs. 2 DelVO (EU) 2016/1052 . . . . .	163
e)	Rückausnahmen für Wertpapierfirmen und Kreditinstitute, Art. 4 Abs. 3, Abs. 4 DelVO (EU) 2016/1052 . . . . .	164
8.	Melde- und Bekanntgabepflichten, Art. 5 Abs. 1 lit. b), Abs. 3 MAR . . . . .	164
II.	Wirkung des Safe Harbour . . . . .	165
1.	Rückkaufprogramme „im Einklang“ mit Art. 5 Abs. 1 MAR . . . . .	166
2.	Rückkaufprogramme „nach Maßgabe“ des Art. 5 Abs. 1 MAR . . . . .	168
III.	Zusammenfassung . . . . .	168
H.	Ad-hoc Mitteilungspflicht, Art. 17 MAR . . . . .	169
I.	Insiderinformationen, Art. 7 MAR . . . . .	170
II.	Relevante Voraussetzungen von Art. 17 Abs. 1 MAR . . . . .	171
1.	Wissen (müssen)? . . . . .	171
2.	Unmittelbarkeit . . . . .	172
3.	Unverzügliche Bekanntgabe . . . . .	172
4.	Modalitäten der Veröffentlichung . . . . .	172
5.	Inhalt und Umfang . . . . .	173
III.	Aufschub von Ad-hoc Mitteilungen, Art. 17 Abs. 4 MAR . . . . .	175
IV.	Zivil- und verwaltungsrechtliche Folgen . . . . .	177
1.	Verwaltungsrechtliche Sanktionen bei Verstößen gegen Art. 17 Abs. 1 MAR . . . . .	177
2.	Zivilrechtliche Haftung bei unterlassener oder unrichtiger Informationsverbreitung . . . . .	178
V.	Zusammenfassung . . . . .	179
I.	Zusammenfassung und Zwischenfazit . . . . .	179
§ 7	Erwerbsmotive, Rückkaufszwecke und Kursreaktionen . . . . .	182
I.	Begriffsbestimmung . . . . .	183
II.	Gesellschaftsrechtliche Erwerbsausnahmen, § 71 Abs. 1 Nr. 1–8 AktG . . . . .	184
III.	Kapitalmarktrechtlich privilegierte Rückerwerbszwecke, Art. 5 Abs. 2 MAR . . . . .	185
IV.	Bewertungserheblichkeit von Zwecken und Motiven . . . . .	187
1.	Schremper – Kapitalmarktrelevanz Deutscher Aktienrückkaufprogramme (2002) . . . . .	188
2.	Gerke/Fleischer/Lange – Kurseffekte durch Aktienrückkäufe (2003) . . . . .	189

3. Seifert – Aktienrückkäufe in Deutschland (2006) .....	189
4. Pertlwieser – Der Erwerb eigener Aktien in Deutschland (2006) .....	190
5. Bayer/Hoffmann/Weinmann – Kapitalmarktreaktionen bei Ankündigung des Rückerwerbs eigener Aktien über die Börse (2007) .....	191
6. Zusammenfassung .....	191
V. Stellungnahme .....	192

*Zweiter Teil*

**Leichtfertige Marktmissbrauchsverstöße beim Aktienrückkauf**      195

§ 8 Ausgewählte Untersuchungsszenarien .....	195
A. Untersuchungsszenarien .....	196
B. Leichtfertigkeitsvorwurf im Kapitalmarktrecht .....	197
§ 9 Leichtfertige Marktmanipulation mittels Informationsverbreitung .....	199
A. Leichtfertigkeitsvorwurf im Rahmen der Informationsverbreitung bei Aktienrückkäufen .....	201
B. Umgang mit Informationen bei Aktienrückkäufen .....	202
I. Verbreitungsakte .....	203
1. Ad-hoc Mitteilung, Art. 17 Abs. 1 MAR .....	203
2. Initialmeldung, Art. 2 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/1052 .....	205
II. Unterlassungshandlungen .....	206
1. Anknüpfungspunkt .....	206
2. Strafbares Unterlassen in der Praxis .....	207
C. Das Haftungsrisiko typischer Rückkaufsinformationen von Aktienrückkäufen .....	209
I. Manipulative Wirkung .....	209
II. Typische Informationen (Einzelheiten) eines Aktienrückkaufprogramms .....	210
1. Rückkaufbeschluss des Vorstands .....	211
a) Form der Bekanntgabe .....	212
aa) Fehlende Kursbeeinflussung durch Rückkaufkontinuität .....	213
bb) Veröffentlichungsverhalten DHL Group (Deutsche Post AG) .....	214
cc) Veröffentlichungsverhalten adidas AG .....	215
dd) Rechtliche Einordnung .....	217
b) Zeitpunkt der Bekanntgabe .....	219
2. Durchführungsmethode .....	221
3. Zweck .....	221
a) Konkretisierungsgrad des Zwecks .....	222
b) „Einziger Zweck“ gemäß Art. 5 Abs. 2 MAR .....	226

c) Umwidmung nach Zweckerreichung .....	228
d) Stellungnahme .....	229
4. Umfang des Aktienrückkaufs .....	231
5. Dauer des Aktienrückkaufprogramms .....	234
6. Preisgrenzen und „ <i>Back-Stops</i> “ .....	235
7. Beendigung des Rückkaufs .....	236
8. Rückkauf unter Bedingungen .....	237
9. Inanspruchnahme des Tatbestandsausschlusses .....	238
10. Weitere Einzelheiten von Aktienrückkaufprogrammen .....	239
11. Unzulässige Informationen bei Aktienrückkäufen .....	240
12. Nach dem Handel zu veröffentlichte Informationen .....	243
13. <i>Scalping</i> bei Aktienrückkaufprogrammen .....	244
III. Zusammenfassung .....	245
D. Exkurs: Haftungsrisiken beim Aktienrückkauf <i>de lege ferenda?</i> –	
Marktmissbrauchsregulierung und Behavioral Finance .....	247
I. Einführung .....	247
II. <i>Behavioral Finance</i> im Kapitalmarktrecht .....	248
III. Ausgewählte Heuristiken und <i>biases</i> .....	252
1. Verankerungsheuristik („ <i>anchoring</i> “) .....	253
2. Darstellungsheuristik („ <i>framing</i> “) .....	254
3. „ <i>Support theory</i> “ .....	256
4. „ <i>Optimism bias</i> “ .....	257
IV. Hürden der legislativen Entwicklung .....	258
V. Fazit des Exkurses .....	260
E. Zwischenfazit .....	262
§ 10 Orientierung an den Safe Harbour Bedingungen .....	267
A. Gründe für eine Orientierung .....	268
B. Leichtfertigkeitsvorwurf bei der Orientierung an dem Tatbestandsauschluss .....	269
C. Das Haftungsrisiko eines Aktienrückkaufs nach Maßgabe der Safe Harbour Bedingungen .....	270
I. Wirkungen der einzelnen Bedingungen des Safe Harbour Regimes .....	270
II. Abweichungen von den privilegierten Zwecken, Art. 5 Abs. 1 lit. d), Abs. 2 MAR .....	271
III. Abweichungen von den Transparenzvorschriften .....	274
1. Abweichung von der Bekanntgabe der Einzelheiten, Art. 5 Abs. 1 lit. a) MAR, Art. 2 Abs. 1 lit. a)–d) DelVO (EU) 2016/1052 .....	275
2. Abweichung von der „angemessenen“ Bekanntgabe, Art. 2 Abs. 1 DelVO (EU) 2016/1052 .....	276
3. Abweichung von den Melde- und Bekanntgabepflichten, Art. 5 Abs. 1 lit. b), Abs. 3 MAR .....	277

4. Stellungnahme .....	277
IV. Abweichungen von den Handelsbedingungen, Art. 3 DelVO (EU) 2016/1052 .....	278
1. Handelsplatz, Art. 3 Abs. 1 lit. a) DelVO (EU) 2016/1052 .....	278
2. Handel in Auktionsphasen, Art. 3 Abs. 1 lit. b) und lit. c) DelVO (EU) 2016/1052 .....	279
3. Angemessene Kursgrenzen, Art. 5 Abs. 1 lit. c) MAR, Art. 3 Abs. 2 DelVO (EU) 2016/1052 .....	280
4. Tägliches Handelsvolumen, Art. 5 Abs. 1 lit. c) MAR, Art. 3 Abs. 3 DelVO (EU) 2016/1052 .....	281
5. Stellungnahme .....	283
V. Abweichungen von den Handelsbeschränkungen, Art. 4 DelVO (EU) 2016/1052 .....	284
1. Kein Verkauf eigener Aktien, Art. 4 Abs. 1 lit. a) DelVO (EU) 2016/1052 .....	284
2. Kein Handel während des geschlossenen Zeitraums, Art. 4 Abs. 1 lit. b) DelVO (EU) 2016/1052 .....	285
3. Kein Handel bei Aufschub einer Ad-hoc Mitteilung, Art. 4 Abs. 1 lit. c) DelVO (EU) 2016/1052 .....	285
4. Rückausnahmen, Art. 4 Abs. 2 DelVO (EU) 2016/1052 .....	286
5. Stellungnahme .....	287
VI. Vermeintliche Nutzung des Tatbestandsausschlusses und Verbotsirrtum .....	288
1. Verbotsirrtum, § 17 S. 1 StGB bzw. § 11 Abs. 2 OWiG .....	289
2. Stellungnahme .....	290
VII. Aktienrückkäufe in Konzernstrukturen .....	291
D. Zwischenfazit .....	292
§ 11 Marktmisbrauch in Sondersituationen .....	296
A. Berechtigung des Abbruchs oder der Unterbrechung von Aktienrückkaufprogrammen .....	297
B. Leichtfertigkeit in Abbruchs- und Unterbrechungssituationen .....	299
I. Leichtfertige Insidergeschäfte, § 120 Abs. 14 WpHG .....	299
II. Leichtfertige Marktmanipulation, § 120 Abs. 15 Nr. 2 WpHG .....	300
III. Zusammenfassung .....	300
C. Ad-hoc Mitteilungspflicht bei Abbruch und Unterbrechung .....	300
I. Inhalt der Ad-hoc Mitteilung .....	301
II. Aufschub von Ad-hoc Mitteilungen, Art. 17 Abs. 4 MAR .....	302
D. Marktmisbrauchsverstöße durch Abbruch und Unterbrechung von Aktienrückkaufprogrammen .....	302
I. Insiderhandelsverbot, Art. 14 lit. a) MAR .....	302
1. Unprogrammierte Aktienrückkaufprogramme in Eigenregie .....	303
2. Programmierte und von Wertpapierfirmen oder Kreditinstituten durchgeführte Aktienrückkaufprogramme .....	304
3. Stellungnahme .....	306

II.	Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung, Art. 14 lit. c) MAR . . . . .	307
III.	Marktmanipulationsverbot, Art. 15, 12 Abs. 1 MAR . . . . .	308
1.	Handelsgestützte Marktmanipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR . . . . .	309
2.	Informationsgestützte Marktmanipulation, Art. 12 Abs. 1 lit. c) MAR . . . . .	309
IV.	Zeitpunkt des Abbruchs oder der Unterbrechung . . . . .	311
V.	Stellungnahme . . . . .	312
E.	Zwischenfazit . . . . .	313
§ 12	Verwaltungsrechtliche Sanktionen . . . . .	315
A.	Bußgelder . . . . .	315
I.	Bußgelder gegen den Vorstand, § 120 Abs. 18 S. 1 WpHG . . . . .	317
II.	Bußgelder gegen den Emittenten, § 120 Abs. 18 S. 2 i. V. m. § 30 OWiG . . . . .	317
B.	Bemessung der Bußgelder . . . . .	318
C.	Zwischenfazit . . . . .	320
§ 13	Grenzen zur Verwirklichung von Straftaten . . . . .	320
A.	Vorsätzliche Insidergeschäfte und unrechtmäßige Offenlegung, § 119 Abs. 3 WpHG . . . . .	321
I.	Vorsatzvorwurf bei Insiderverstößen und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen im Allgemeinen . . . . .	321
II.	Vorsatzvorwurf bei Insiderverstößen und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen bei Aktienrückkauf- programmen im Speziellen . . . . .	322
B.	Vorsätzliche Marktmanipulation mit Preiseinwirkung, § 119 Abs. 1 WpHG . . . . .	323
I.	Vorsatzvorwurf bei Marktmanipulation im Allgemeinen . . . . .	323
II.	Vorsatzvorwurf bei Marktmanipulation im Speziellen . . . . .	324
III.	Preiseinwirkung als Manipulationserfolg . . . . .	326
C.	Strafrahmen bei Straftaten . . . . .	328
D.	Stellungnahme . . . . .	329

### *Dritter Teil*

#### **Zivil- und aufsichtsrechtliche Folgen kapitalmarktrechtlicher Verstöße** 331

§ 14	Zivilrechtliche Haftung beim Aktienrückkauf durch grob fahrlässiges Verhalten . . . . .	331
A.	Ansprüche gegen den Emittenten . . . . .	332
I.	§§ 97, 98 WpHG . . . . .	332
II.	§ 823 Abs. 2 BGB i. V. m. Schutzgesetz i. V. m. § 31 BGB . . . . .	333
III.	§ 826 BGB i. V. m. § 31 BGB analog . . . . .	335
IV.	Weitere Anspruchsgrundlagen . . . . .	335

1. Verstoß gegen § 71 AktG .....	335
2. UWG .....	336
B. Ansprüche gegen den Vorstand .....	336
I. Außenhaftung .....	336
1. § 823 Abs. 2 BGB i. V. m. Schutzgesetz .....	336
2. § 826 BGB .....	337
II. Innenhaftung des Vorstands .....	338
C. Zwischenfazit .....	339
<b>§ 15 Verwaltungsrechtliche Aufsicht beim Aktienrückkauf .....</b>	<b>340</b>
A. Überwachung von Aktienrückkäufen durch die BaFin .....	341
I. Informationsquellen der BaFin .....	342
1. Transaktions- und Orderdaten .....	342
2. Ad-hoc Mitteilungen und Initialmeldungen .....	342
3. Transaktionsmeldungen, Art. 5 Abs. 3 MAR i.V.m. Art. 2 Abs. 2 DelVO (EU) 2016/1052 .....	343
4. Verdachtsanzeigen, Art. 16 MAR .....	344
5. Hinweisgebersystem, § 4d Abs. 1 FinDAG .....	345
6. Meldung von Ermächtigungsbeschlüssen, § 71 Abs. 3 AktG .....	346
7. Zusammenarbeit mit ausländischen Aufsichtsbehörden .....	346
II. Analyse der Informationen .....	346
B. Ermittlungsbefugnisse der BaFin .....	349
I. Verfolgung von Ordnungswidrigkeiten .....	350
1. Auskunfts- und Vorlageersuche, § 6 Abs. 3 WpHG .....	351
2. Betretungs- und Durchsuchungsbefugnis, § 6 Abs. 11, Abs. 12 WpHG .....	352
3. <i>Nemo-tenetur</i> -Grundsatz, § 6 Abs. 3 S. 3, Abs. 15 WpHG .....	353
4. Schweigeplicht, § 12 WpHG .....	353
II. Verfolgung von Strafsachen .....	354
C. Verwaltungsrechtliche Sanktionsmaßnahmen der BaFin .....	354
I. <i>Naming-and-shaming</i> , § 125 Abs. 1 WpHG .....	355
II. Warnung, § 6 Abs. 2 S. 3, Abs. 9 WpHG .....	356
III. Handelsuntersagung und -aussetzung, § 6 Abs. 2 S. 4 WpHG .....	357
IV. Untersagung weiterer Aktienrückkäufe, § 6 Abs. 6 WpHG .....	358
V. Tätigkeitsuntersagungen, § 6 Abs. 7 WpHG .....	359
VI. Untersagung von Berufstätigkeit und Führungsaufgaben, § 6 Abs. 8 WpHG .....	359
VII. Beschlagnahme von Vermögenswerten, § 6 Abs. 13 WpHG .....	360
VIII. Selbstvornahme, § 6 Abs. 14 WpHG .....	361
IX. Sanktionsmöglichkeiten außerhalb der BaFin Befugnisse .....	361
D. Aufsichtspraxis .....	362
E. Zwischenfazit .....	362

*Vierter Teil***Schlussbetrachtungen** 364

§ 16 Ausblick .....	364
A. EU-Listing Act – COM(2022) 762 .....	364
B. Regulierung <i>de lege ferenda</i> ? .....	365
I. Privilegierung aller legalen Zwecke von Aktienrückkäufen .....	365
II. Konkretisierung bestehender Transparenzvorschriften .....	366
III. Stellungnahme .....	369
§ 17 Zusammenfassung und Fazit .....	370
A. Zusammenfassung .....	370
B. Fazit .....	378
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	380
<b>Anlagen (Ad-hoc Mitteilungen, Initialmeldungen und Pressemitteilungen)</b> .....	400
Adidas AG .....	400
Allianz SE .....	412
Basler AG .....	414
Bilfinger SE .....	416
Deutsche Post AG (DHL Group) .....	419
Elmos Semiconductor SE .....	424
FUCHS PETROLUB SE .....	426
IVU Traffic Technologies AG .....	428
JDC Group AG .....	432
PATRIZIA AG (jetzt PATRIZIA SE) .....	434
SAP SE .....	438
Ströer SE & Co. KGaA .....	440
United Internet AG .....	441
Wirecard AG .....	444
Zalando SE .....	446
<b>Stichwortverzeichnis</b> .....	447

## **Abbildungsverzeichnis**

Abbildung 1:	Umgang mit dem Rückkaufszweck innerhalb und außerhalb des Safe Harbour Regimes (eigene Darstellung) .....	230
Anlage 2:	Bekanntmachung der adidas AG vom 05. September 2022 .....	400
Anlage 3:	Pressemitteilung der adidas AG vom 17. Oktober 2022.....	401
Anlage 4:	Bekanntmachung der adidas AG vom 16. Mai 2022 .....	402
Anlage 5:	Bekanntmachung der adidas AG vom 14. März 2022 .....	403
Anlage 6:	Pressemitteilung der adidas AG vom 01. März 2022 .....	404
Anlage 7:	Bekanntmachung der adidas AG vom 10. Januar 2022 .....	405
Anlage 8:	Pressemitteilung der adidas AG vom 16. Dezember 2021 .....	406
Anlage 9:	Bekanntmachung der adidas AG vom 15. Oktober 2021 .....	407
Anlage 10:	Bekanntmachung der adidas AG vom 30. Juni 2021 .....	408
Anlage 11:	Ad-hoc Mitteilung der adidas AG vom 29. Juni 2021 .....	409
Anlage 12:	Ad-hoc Mitteilung der adidas AG vom 31. März 2020 .....	410
Anlage 13:	Ad-hoc Mitteilung der adidas AG vom 13. März 2018 .....	411
Anlage 14:	Ad-hoc Mitteilung der Allianz SE vom 17. Februar 2022 .....	412
Anlage 15:	Ad-hoc Mitteilung der Allianz SE vom 16. Februar 2017 .....	413
Anlage 16:	Ad-hoc Mitteilung der Basler AG vom 09. Dezember 2020 .....	414
Anlage 16:	Ad-hoc Mitteilung der Basler AG vom 09. Dezember 2020 (Fortsetzung) .....	415
Anlage 17:	Ad-hoc Mitteilung der Bilfinger SE vom 31. Oktober 2018 .....	416
Anlage 18:	Bekanntmachung der Bilfinger SE vom 01. September 2017 .....	417
Anlage 19:	Ad-hoc Mitteilung der Bilfinger SE vom 13. Februar 2017 .....	418
Anlage 20:	Pressemitteilung der Deutsche Post AG vom 10. November 2023 .....	419
Anlage 20:	Pressemitteilung der Deutsche Post AG vom 10. November 2023 (Fortsetzung) .....	420
Anlage 21:	Pressemitteilung der Deutsche Post AG vom 09. März 2023 .....	421
Anlage 22:	Ad-hoc Mitteilung der Deutsche Post AG vom 08. März 2021 .....	422
Anlage 23:	Ad-hoc Mitteilung der Deutsche Post AG vom 08. März 2016 .....	423
Anlage 24:	Ad-hoc Mitteilung der Elmos Semiconductor SE vom 09. August 2021 .....	424

Anlage 25:	Ad-hoc Mitteilung der Elmos Semiconductor SE vom 07. Dezember 2018 .....	425
Anlage 26:	Bekanntmachung der FUCHS PETROLUB SE vom 25. Juni 2022	426
Anlage 27:	Ad-hoc Mitteilung der FUCHS PETROLUB SE vom 21. Juni 2022 .....	427
Anlage 28:	Ad-hoc Mitteilung der IVU Traffic Technologies AG vom 16. November 2022 .....	428
Anlage 29:	Ad-hoc Mitteilung der IVU Traffic Technologies AG vom 18. Juli 2022 .....	429
Anlage 30:	Ad-hoc Mitteilung der IVU Traffic Technologies AG vom 10. Dezember 2021 .....	430
Anlage 31:	Ad-hoc Mitteilung der IVU Traffic Technologies AG vom 10. Mai 2021 .....	431
Anlage 32:	Ad-hoc Mitteilung der JDC Group AG vom 14. Juni 2022 .....	432
Anlage 32:	Ad-hoc Mitteilung der JDC Group AG vom 14. Juni 2022 (Fortsetzung) .....	433
Anlage 33:	Ad-hoc Mitteilung der PATRIZIA AG vom 15. Dezember 2022 ..	434
Anlage 34:	Ad-hoc Mitteilung der PATRIZIA AG vom 11. Mai 2021 .....	435
Anlage 35:	Ad-hoc Mitteilung der PATRIZIA AG vom 23. Juni 2020 .....	436
Anlage 36:	Ad-hoc Mitteilung der PATRIZIA AG vom 18. März 2020 .....	437
Anlage 37:	Bekanntmachung der SAP SE vom 14. August 2023 .....	438
Anlage 37:	Bekanntmachung der SAP SE vom 14. August 2023 (Fortsetzung)	439
Anlage 38:	Ad-hoc Mitteilung der Ströer SE & Co. KGaA vom 28. September 2022 .....	440
Anlage 39:	Ad-hoc Mitteilung der United Internet AG vom 14. Februar 2023	441
Anlage 40:	Ad-hoc Mitteilung der United Internet AG vom 13. September 2021 .....	442
Anlage 41:	Ad-hoc Mitteilung der United Internet AG vom 30. April 2020 ..	442
Anlage 42:	Ad-hoc Mitteilung der United Internet AG vom 01. April 2020 ..	443
Anlage 43:	Bekanntmachung der Wirecard AG 04. November 2019 .....	444
Anlage 44:	Ad-hoc Mitteilung der Wirecard AG vom 18. Oktober 2019 .....	445
Anlage 45:	Ad-hoc Mitteilung der Zalando SE vom 20. Januar 2022 .....	446

## **Abkürzungsverzeichnis**

A.A./a.A.	andere Ansicht
ABl.	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
a.E.	am Ende
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft/Die Aktiengesellschaft (AG)/Amtsgericht
AktG	Aktiengesetz
Alt.	Alternative
AMF	Autorité des Marchés Financier
Anh.	Anhang
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
APM	Alternative Performance Measures (alternative Leistungskennzahlen)
Art.	Artikel
A/S/M	Assmann/Schneider/Mülbert
ASR	Accelerated Share Repurchase
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs Berater
BDAI	Big Data Artificial Intelligence
Bearb.	Bearbeiter
BeckOGK	beck-online.GROSSKOMMENTAR
BeckOK	Beck'scher Online-Kommentar
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründung/Begründer
Beschl.	Beschluss
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen

BiMoG	Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BMF	Bundesministerium für Finanzen
BörsG	Börsengesetz
BRD	Bundesrepublik Deutschland
bspw.	beispielsweise
BT	Bundestag
BVerfG	Bundesverfassungsgesetz
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift
CEO	Chief Executive Officer
CESR	The Committee of European Securities Regulators
CF	Corporate Finance
Co.	Compagnie
CRIM-MAD	Criminal Market Abuse Directive (Marktmissbrauchsrichtlinie)
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DelVO	Delegierte Verordnung
Drucks.	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht
DurchfV	Durchführungsverordnung
E/B/J/S	Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn
ECFR	European Company and Financial Law Review
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
Ed.	Edition
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
EL.	Ergänzungslieferung
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
ESG	Environmental, Social, Governance
ESMA	European Securities and Markets Authority
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Union

EUV	Vertrag über die Europäische Union
e. V.	eingetragener Verein
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
EZB	Europäische Zentralbank
f.	folgende
FAQ	Frequently Asked Questions
FCA	Financial Conduct Authority
ff.	folgende
FiMaNoG/FimanoG	Finanzmarktnovellierungsgesetz
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsauf- sicht
FinMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
gem.	gemäß
GesR	Gesellschaftsrecht
GmbH & Co. KGaA	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kom- manditgesellschaft auf Aktien
GrCh	Charta der Grundrechte der Europäischen Union
grds.	Grundsätzlich
GRUR-RS	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht Rechtsprechungssammlung
GS	Gedächtnisschrift
Hdb./Hdb	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
H. L./h. L.	herrschende Lehre
H. M./h. M.	herrschende Meinung
Hrsg.	Herausgeber
Hs.	Halbsatz
i. d. R.	in der Regel
i. E.	im Ergebnis
i. H. v.	in Höhe von
IRZ	Zeitschrift für Internationale Rechnungslegung
i. S. d.	im Sinne des
i. S. v.	im Sinne von
i. V. m.	in Verbindung mit
Kap.	Kapitel

KapitalanlageR	Kapitalanlagerecht
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KI	Künstliche Intelligenz
KK	Kölner Kommentar
KMR	Kapitalmarktrecht
KonTraG	Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KuMaKV	Kursmanipulation-Konkretisierungsverordnung
KWG	Kreditwesengesetz
lat.	lateinisch
LG	Landgericht
LIBOR	London Interbank Offered Rate
lit.	litera
M&A	Mergers and Acquisitions
MAD	Market Abuse Directive (Marktmissbrauchsrichtlinie)
MaKonV	Marktmanipulations-Konkretisierungsverordnung
mAnm	mit Anmerkung
MAR	Marktmissbrauchsverordnung VO (EU) 596/2014
MarktmissbrauchsR	Marktmissbrauchsrecht
MCG	Market Contact Group
MDAX	Mid-Cap-DAX
MiFID II	Markets in Financial Instruments Directive (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente)
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation (Verordnung über Märkte für Finanzinstrumente)
Mio.	Millionen
MMR	MultiMedia und Recht
MMVO	Marktmissbrauchsverordnung VO (EU) 596/2014
Mrd.	Milliarden
MTF	Multilateral Trading Facility (multilaterales Handelssystem)
MüKo	Münchener Kommentar
MüKoStGB	Münchener Kommentar zum Strafgesetzbuch
MVP-Portal	Portal zur Melde- und Veröffentlichungsplattform
M/V/R	Meyer/Veil/Rönnau
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
n. F.	neue Fassung
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
NK	Nomos Kommentar

No.	Number
Nr.	Nummer
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NStZ-RR	Rechtsprechungs-Report Strafrecht
NZA-Beilage	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht Beilage
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
NZWiSt	Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmensstrafrecht
OLG	Oberlandesgericht
orig.	original
OTC	Over The Counter (außerbörslich)
OTF	Organised Trading Facility (organisiertes Handelssystem)
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
plc	public limited company
PRIIP	Packaged Retail and Insurance-based Investment Products (verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte)
Q&A	Questions and Answers
RegE	Regierungsentwurf
RGBl.	Reichgerichtsblatt
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rz.	Randzeichen
S.	Seite
SDAX	Small-Cap-DAX
SE	Societas Europaea
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SMSG	Securities and Markets Stakeholder Group
sog.	sogenannte
StA	Staatsanwaltschaft
StGB	Strafgesetzbuch
STOR	Suspicious Transaction and Order Report
StPO	Strafprozessordnung
StR	Strafsenat
st.Rspr.	ständige Rechtsprechung
TecDax	Technologie-DAX
UAbs.	Unterabsatz
UmwG	Umwandlungsgesetz
Urt.	Urteil

US	United States
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
usw.	und so weiter
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	von
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
Verf.	Verfasser
VGH	Verwaltungsgerichtshof
Vgl./vgl.	Vergleiche/vergleiche
VO	Verordnung
Vol.	Volume
Vor/Vorb.	Vorbemerkung
vs.	versus
VW	Volkswagen
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpAV	Wertpapierhandelsanzeigeverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpHR	Wertpapierhandelsrecht
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes
z.	zum
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZfbF	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfPW	Zeitschrift für die gesamte Privatrechtswissenschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
zit.	zitiert



# **Einführung**

## **§ 1 Einleitung**

15 Milliarden Euro – so hoch ist die Rekordsumme, die deutsche DAX-Unternehmen im Jahre 2024 voraussichtlich an eigenen Aktien zurückkaufen werden.<sup>1</sup> Neben der Mercedes-Benz Group AG,<sup>2</sup> der Deutsche Börse AG,<sup>3</sup> und der SAP SE,<sup>4</sup> legen mit der Deutsche Bank AG<sup>5</sup> und der Commerzbank AG,<sup>6</sup> auch die ersten Banken nach der Corona-Pandemie wieder Aktienrückkaufprogramme auf.<sup>7</sup>

Befürworter interpretieren Aktienrückkäufe als positiv, weil der Aktienkurs des Emittenten dadurch grundsätzlich steigt und sie ein alternatives Kapitalausschüttungswerkzeug zu Dividendenzahlungen darstellen. Kritiker bemängeln hingegen vor allem, dass freie Kapitalmittel nicht in die zukünftige Positionierung des Unternehmens investiert werden, sondern an die Aktionäre zurückfließen. Deshalb steht hinter einem Kursanstieg kein tatsächlicher Mehrwert. In den USA, wo weltweit immer noch die meisten Aktienrückkäufen durchgeführt werden, wurde zuletzt sogar eine einprozentige Steuer auf Aktienrückkäufe eingeführt.<sup>8</sup> Unabhängig von ihrer kontroversen Beurteilung, gehören Aktienrückkäufe aber mittlerweile zum etablierten Standardrepertoire

---

<sup>1</sup> Sommer, in: Handelsblatt, „Aktienrückkäufe der Dax-Konzerne erreichen Rekordwert“, 18. Januar 2024.

<sup>2</sup> Siehe unter: <https://group.mercedes-benz.com/investoren/aktie/aktienrueckkauf/>, zuletzt abgerufen am 30. März 2024.

<sup>3</sup> Siehe unter: <https://www.deutsche-boerse.com/dbg-de/investor-relations/aktie-und-anleihen/aktienrueckkauf>, zuletzt abgerufen am 30. März 2024.

<sup>4</sup> Siehe unter: <https://www.sap.com/investors/de/stock/share-buy-back/2024.html>, zuletzt abgerufen am 30. März 2024.

<sup>5</sup> Siehe unter: <https://investor-relations.db.com/share/share-buybacks/capital-distribution#zeige-inhalt-von-aktienrueckkaufprogramm-2023-1>, zuletzt abgerufen am 30. März 2024.

<sup>6</sup> Siehe unter: [https://www.commerzbank.de/media/de/presse/archiv\\_1/mitteilungen/2023\\_1/20230928\\_PM\\_Kapitalrueckgabe\\_DE.pdf](https://www.commerzbank.de/media/de/presse/archiv_1/mitteilungen/2023_1/20230928_PM_Kapitalrueckgabe_DE.pdf), zuletzt abgerufen am 30. März 2024. Der Aktienrückkauf wurde Anfang Dezember 2023 von der EZB genehmigt.

<sup>7</sup> Vgl. die Empfehlung der EZB vom 15. Dezember 2020 (ECB/2020/62), S. 2, wonach Kreditinstitut bis zum 30. September 2021 extreme Zurückhaltung bei der Ausschüttung von Bilanzgewinnen wahren sollen.

<sup>8</sup> Internal Revenue Code § 4501 (Repurchase of Corporate Stock).

deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften.<sup>9</sup> Ob Aktienrückkäufe letztlich ein positives oder negatives unternehmerisches Werkzeug darstellen, kann angesichts der weiten Verbreitung dahinstehen. Aus rechtlicher Perspektive ist entscheidend, dass ein angemessener regulativer Ausgleich der gegensätzlichen Interessenspositionen gefunden wird. Seit der Marktmisbrauchsrichtlinie von 2003 besteht die direkte Regulierung aus kapitalmarktrechtlicher Sicht fast unverändert fort.<sup>10</sup> Mit dem Inkrafttreten der Marktmisbrauchsverordnung gab es dagegen einige Veränderungen in den mittelbar wirkenden Vorschriften. Nicht nur, dass erstmals ein europäischer, gemeinsamer Rechtsrahmen des Marktmisbrauchsrechts entstanden ist. Es gab aus deutscher Sicht auch kleinere, inhaltliche Änderungen. Diese betrafen das Verbot der Marktmanipulation und das Insiderhandelsverbot. Hieraus können bedeutende Auswirkungen für die Praxis hervorgehen. Inhaltlich ist insbesondere zu beachten, dass seit dem Inkrafttreten der MAR ein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot auch bei dem Abbruch oder der Stornierung von Aufträgen vorliegen kann.<sup>11</sup> Zudem wurde das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation tatbestandlich ausgeweitet. Intensiv wird dabei über die Unterrichtungshaftung einer informationsgestützten Marktmanipulation diskutiert. Beide Tatbestände wurden ferner um eine Versuchsstrafbarkeit ergänzt.<sup>12</sup> Rechtswissenschaftliche Monografien sind zwar zu diesen Aspekten zahlreich erschienen, bislang fehlt allerdings der Rückbezug auf Aktienrückkaufprogramme.

Insbesondere der Straftatbestand der Marktmanipulation ist für Emittenten, die eigene Aktien erwerben, von „herausragender Bedeutung“.<sup>13</sup> Doch bislang wird der Fokus in der gesamten Literatur hauptsächlich auf die Varianten der handels- bzw. handlungsgestützten Marktmanipulation gelegt.<sup>14</sup> Die Gefahr

<sup>9</sup> Vgl. zu den Rechtstatsachen *Oechsler*, in: MüKo AktG, § 71, Rn. 326; *Bosse*, NZG 2001, 594.

<sup>10</sup> Siehe dazu nachfolgend unter § 6.G.

<sup>11</sup> *Kumpan*, in: Hopt, HGB, 43. Aufl. 2024, MAR, Vorbemerkung, Rn. 4; vgl. insgesamt *Kumpan/Misterek*, in: Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014, Art. 1, Rn. 23 ff.

<sup>12</sup> *Zetsche*, in: Gebauer/Teichmann, Europäisches Privat- und Unternehmensrecht, 2022, § 14, Rn. 67 zur Marktmanipulation.

<sup>13</sup> *Veil*, in: Veil, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2022, § 15, Rn. 24.

<sup>14</sup> *Müller/Sajnovits*, in: A/S/M, WpHR, 8. Aufl. 2023, VO Nr. 596/2014, Art. 5, Rn. 23 („falsche Signale über die Nachfrage nach einem Finanzinstrument“), Rn. 119 f.; *Oechsler*, in: MüKo AktG, § 71, Rn. 390 („Es handelt sich um eine transaktionsbasierte Manipulation iSd Art. 12 Abs. 1 lit a MAR“ (Hervorhebung des Verf. übernommen). Maßgeblich seien jedoch die Motive des Käufers für die Transaktion.); *Meißner*, Die Stabilisierung und Pflege von Aktienkursen im Kapitalmarkt- und Aktienrecht, 2005, S. 200 („Allein beim anonymen Rückkauf über die Börse besteht die Gefahr, dass die von der Gesellschaft ausgehende Nachfrage von den Anlegern nicht

einer Marktmanipulation durch die Verbreitung von Informationen, auch von solchen, die richtig sind, wird allenfalls am Rande untersucht. Das erstaunt insofern, als dass die Durchführung eines Aktienrückkaufs unumgänglich etwas hervorbringt, das am Kapitalmarkt auf allen Seiten besonders nachgefragt ist: Informationen. Und spätestens seitdem Fama seine Theorie zur Effizienz von Kapitalmärkten formuliert hat,<sup>15</sup> liegt der Fokus des Kapitalmarktrechts besonders auf der Transparenz. Erst kürzlich ist diese Relevanz im Zusammenhang mit dem Kapitalmarktstrafrecht deutlich geworden, als das Landgericht Braunschweig das Verfahren gegen den ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der Volkswagen AG, Prof. Dr. Martin Winterkorn, wegen des Verdachts der Marktmanipulation wieder aufgenommen hat.<sup>16</sup> Die zu erwartende Strafe im „WpHG-Verfahren“ hat nach neuerlicher Einschätzung möglicherweise doch eine Auswirkung neben einer Strafe im „NOx-Verfahren“.<sup>17</sup> Es wurde,

---

als solche erkannt [...] wird“); *Singhof/Weber*, AG 2005, 549, 553 (Es „ist vor allem der handelsbezogene Tatbestand [...] von Interesse“ bezogen auf § 20a Abs. 1 Nr. 2 WpHG a.F.); *Gressinger*, Öffentliche Angebote börsennotierter Gesellschaften zum Erwerb eigener Anteile, 2008, S. 118f.; *Poelzig*, in: *Fuchs/Zimmermann*, WpHR, 3. Aufl. 2024, VO (EU) 596/2014, Art. 5, Rn. 3; *Mülbert*, in: A/S/M, WpHR, 8. Aufl. 2023, VO Nr. 596/2014, Vor Art. 12, Rn. 64 (Kurspflege oder -stabilisierung durch den Erwerb eigener Aktien als Beispiel für legitime, effektive Geschäfte). Neutraler: *Klöhn*, in: *Klöhn*, Marktmisbrauchsverordnung, 2. Aufl. 2023, Art. 5, Rn. 5 (Hinweis auf den erheblichen Teil der Liquidität am Markt den Rückkaufprogramme ausmachen. Nur unter Verweis auf einen naheliegenden Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot wird die Wirkung mittels Informationen thematisiert.); *Zimmer/Bator*, in: *Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrecht-Kommentar, 5. Aufl. 2020, VO (EU) 596/2014, Art. 5, Rn. 26 (Verweis insb. auf Tatbestand des Art. 12 Abs. 1 lit. a) MAR); *Block*, in: *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2019, § 71, Rn. 3 (nennt fehlende Kenntnis über Grund der Kursbildung für Täuschungsmöglichkeit); *Cahn*, in: *BeckOGK*, AktG, § 71, Rn. 183 (Bei Aktienrückkäufen sei „vor allem Art. 12 Abs. 1 lit. a MMVO von Bedeutung“); *Kitanoff*, Der Erwerb eigener Aktien, 2009, S. 253 (Für die Preisbildung [...] ist es unerheblich, zu welchem Zweck ein Rückkaufprogramm durchgeführt wird“), S. 308, wo er letztlich Informationsungleichgewichte als ausschlaggebend für die kursbeeinflussende Wirkung von Aktienrückkäufen ansieht. Die Möglichkeit bejahend: *Lutter/Drygala*, in: *Zöllner/Noack*, KK-AktG, 3. Aufl., 2011, § 71, Rn. 22, Rn. 261 (zur alten Rechtslage), (Zweck des Eigenerwerbs als Sonderwissen); *Boguslawska*, Das Verbot des Handels in eigenen Aktien und seine Ausnahmen, 2010, S. 214 ff., jedoch einschränkend im Zwischenergebnis S. 234; *Grigoleit/Rachlitz*, in: *Grigoleit* AktG, 2. Aufl. 2020, § 71, Rn. 15 („insbes. die dahinterliegenden Informationen und Motive“); *Schremper*, ZfbF 2003, 578, 601 („Aktienrückkäufen [kommt] ein Informationswert aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer zu“).

<sup>15</sup> *Fama*, Journal of Finance, 1970, Vol. 25, S. 383 ff.

<sup>16</sup> Az. 16 KLS 411 Js 23888/16 (75/19). Siehe die Pressemitteilung des Landgerichts Braunschweig vom 28. Dezember 2023.

<sup>17</sup> Siehe die Pressemitteilung des Landgerichts Braunschweig vom 28. Dezember 2023.