

**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, Rimplar
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
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 feinfühligsten 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

Einführung	31
§ 1 Einleitung	31
§ 2 Gegenstand der Untersuchung	35
§ 3 Gang der Untersuchung	40
<i>Erster Teil</i>	
Allgemeine Grundlagen des Aktienrückkaufs	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>	
Leichtfertige Marktmissbrauchsverstöße beim Aktienrückkauf	195
§ 8 Ausgewählte Untersuchungsszenarien	195
§ 9 Leichtfertige Marktmanipulation mittels Informationsverbreitung	199
§ 10 Orientierung an den Safe Harbour Bedingungen	267
§ 11 Marktmissbrauch in Sondersituationen	296
§ 12 Verwaltungsrechtliche Sanktionen	315
§ 13 Grenzen zur Verwirklichung von Straftaten	320
<i>Dritter Teil</i>	
Zivil- und aufsichtsrechtliche Folgen kapitalmarktrechtlicher Verstöße	331
§ 14 Zivilrechtliche Haftung beim Aktienrückkauf durch grob fahrlässiges Verhalten	331
§ 15 Verwaltungsrechtliche Aufsicht beim Aktienrückkauf	340

Vierter Teil

Schlussbetrachtungen	364
§ 16 Ausblick	364
§ 17 Zusammenfassung und Fazit	370
Literaturverzeichnis	380
Anlagen (Ad-hoc Mitteilungen, Initialmeldungen und Pressemitteilungen)	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
Stichwortverzeichnis	447

Inhaltsverzeichnis

Einführung	31
§ 1 Einleitung	31
§ 2 Gegenstand der Untersuchung	35
§ 3 Gang der Untersuchung	40
<i>Erster Teil</i>	
Allgemeine Grundlagen des Aktienrückkaufs	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 Übernahmeversuches	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 („leverage-effect“)	51
3. Dividendensubstitutionshypothese	51
4. Free cash flow-Hypothese („free cash flow“)	52
5. Signaling-Hypothese („signaling“)	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 („open market repurchase“)	59
II. Öffentliche Rückkaufangebote („tender offer“)	61
III. Emission übertragbarer Verkaufsrechte („transferable put rights“)	62

IV. Paketerwerb („privately negotiated repurchase“)	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. Generalmächtigung 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.	Verbotene 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) „Einzigster 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. Unverzögliche 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. Schrepper – 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. Leichtfertigkeitsevorwurf im Kapitalmarktrecht	197
§ 9 Leichtfertige Marktmanipulation mittels Informationsverbreitung	199
A. Leichtfertigkeitsevorwurf 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 Rückkaufsinfos von Aktienrückkäufen	209
I. Manipulative Wirkung	209
II. Typische Infos (Einzelheiten) eines Aktienrückkaufprogramms	210
1. Rückkaufbeschluss des Vorstands	211
a) Form der Bekanntgabe	212
aa) Fehlende Kursbeeinflussung durch Rückkaufskontinuität	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) „Einziges 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 „Back-Stops“	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 veröffentlichende 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. Leichtfertigkeitse Vorwurf bei der Orientierung an dem Tatbestandsaus- schluss	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) DeVO (EU) 2016/1052	275
2. Abweichung von der „angemessenen“ Bekanntgabe, Art. 2 Abs. 1 DeVO (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 Marktmissbrauch 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. Marktmissbrauchsverstöße 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
§ 15 Verwaltungsrechtliche Aufsicht beim Aktienrückkauf	340
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. Auskunft- 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. Schweigepflicht, § 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
Literaturverzeichnis	380
Anlagen (Ad-hoc Mitteilungen, Initialmeldungen und Pressemitteilungen)	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
Stichwortverzeichnis	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 (Fort- setzung)	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 Finanzdienstleistungsaufsicht
FinMFG	Finanzmarktförderungsgesetz
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
gem.	gemäß
GesR	Gesellschaftsrecht
GmbH & Co. KGaA	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft 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
NZWSt	Neue Zeitschrift für Wirtschafts-, Steuer- und Unternehmens- strafrecht
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 Versiche- rungsanlageprodukte)
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.¹ Neben der Mercedes-Benz Group AG,² der Deutsche Börse AG,³ und der SAP SE,⁴ legen mit der Deutsche Bank AG⁵ und der Commerzbank AG,⁶ auch die ersten Banken nach der Corona-Pandemie wieder Aktienrückkaufprogramme auf.⁷

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.⁸ Unabhängig von ihrer kontroversen Beurteilung, gehören Aktienrückkäufe aber mittlerweile zum etablierten Standardrepertoire

¹ *Sommer*, in: Handelsblatt, „Aktienrückkäufe der Dax-Konzerne erreichen Rekordwert“, 18. Januar 2024.

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

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

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

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

⁶ Siehe unter: https://www.commerzbank.de/media/de/presse/archiv_1/mitteilung/gen/2023_1/20230928_PM_Kapitalrueckgabe_DE.pdf, zuletzt abgerufen am 30. März 2024. Der Aktienrückkauf wurde Anfang Dezember 2023 von der EZB genehmigt.

⁷ 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.

⁸ Internal Revenue Code § 4501 (Repurchase of Corporate Stock).

deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften.⁹ 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 Marktmissbrauchsrichtlinie von 2003 besteht die direkte Regulierung aus kapitalmarktrechtlicher Sicht fast unverändert fort.¹⁰ Mit dem Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung gab es dagegen einige Veränderungen in den mittelbar wirkenden Vorschriften. Nicht nur, dass erstmals ein europäischer, gemeinsamer Rechtsrahmen des Marktmissbrauchsrechts 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.¹¹ Zudem wurde das Verbot der informationsgestützten Marktmanipulation tatbestandlich ausgeweitet. Intensiv wird dabei über die Unterlassungshaftung einer informationsgestützten Marktmanipulation diskutiert. Beide Tatbestände wurden ferner um eine Versuchsstrafbarkeit ergänzt.¹² 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“.¹³ Doch bislang wird der Fokus in der gesamten Literatur hauptsächlich auf die Varianten der handels- bzw. handlungsgestützten Marktmanipulation gelegt.¹⁴ Die Gefahr

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

¹⁰ Siehe dazu nachfolgend unter § 6.G.

¹¹ *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.

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

¹³ *Veil*, in: Veil, Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2022, § 15, Rn. 24.

¹⁴ *Mülbert/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,¹⁵ liegt der Fokus des Kapitalmarktrechts besonders auf der Transparenz. Erst kürzlich ist diese Relevanz im Zusammenhang mit dem Kapitalmarktsstrafrecht 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.¹⁶ Die zu erwartende Strafe im „WpHG-Verfahren“ hat nach neuerlicher Einschätzung möglicherweise doch eine Auswirkung neben einer Strafe im „NOX-Verfahren“.¹⁷ 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. 118 f.; *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). Neutralere: *Klöhn*, in: Klöhn, Marktmissbrauchsverordnung, 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 behandelnd: *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“); *Schrepper*, ZfbF 2003, 578, 601 („Aktienrückkäufen [kommt] ein Informationswert aus Sicht der Kapitalmarktteilnehmer zu“).

¹⁵ *Fama*, Journal of Finance, 1970, Vol. 25, S. 383 ff.

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

¹⁷ Siehe die Pressemitteilung des Landgerichts Braunschweig vom 28. Dezember 2023.