

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort	5
Einleitung	17
1. Kapitel: Wirtschaftlicher Hintergrund des Erwerbs eigener Aktien	23
§ 1 Ökonomische Gründe für den Erwerb eigener Aktien	23
§ 2 Missbrauchsmöglichkeiten und Gefahren des Erwerbs eigener Aktien für Kapitalmärkte und Anleger	25
I. Marktmanipulation	25
1. Allokative Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	25
2. Erwerb und Veräußerung eigener Aktien als Mittel für Marktmanipulationen	25
3. Auswirkungen auf Anleger und Kapitalmarkt	26
II. Insiderhandel	27
§ 3 Einflussnahme auf den Aktienkurs	28
I. Erwerb eigener Aktien zur Umsetzung einer Shareholder Value-orientierten Unternehmenspolitik	29
1. Einführung	29
2. Das Shareholder Value-Konzept	31
a) Begriff, Bedeutung und Berechnung	31
b) Einfluss der Aktienrückkäufe auf den Shareholder Value	33
aa) Investitionspolitik	34
bb) Finanzierungspolitik	35
3. Die Leitungsverantwortung des Vorstands im Hinblick auf die Interessen aller Bezugsgruppen in Deutschland	37
a) Unternehmensinteresse	37
b) Gewichtung der Einzelinteressen	39
c) Shareholder Value-Prinzip versus Unternehmensinteresse	40
d) Moderater Shareholder Value-Ansatz	42
4. Zwischenergebnis	44

II.	Abwehr von Übernahmeversuchen	45
1.	Erwerb eigener Aktien als Abwehrinstrument gegen feindliche Übernahmen	45
2.	Abwehrmaßnahmen aufgrund Hauptversammlungs-ermächtigung	47
3.	Optionsmodell	50
a)	Übernehmerichtlinie	50
b)	Rechtslage in Deutschland	51
aa)	Opt-out Deutschlands	51
bb)	Opt-in der deutschen Gesellschaften	52
	(1) Europäisches Verhinderungsverbot	52
	(2) Europäische Durchbrechungsregel	53
	(3) Vorbehalt der Gegenseitigkeit	54
4.	Zwischenergebnis	55
§ 4	Kapitalmarkttheoretische Erklärungsmodelle für den Rückerwerb eigener Aktien	58
I.	Einführung	58
II.	Das Verhältnis von Angebot und Nachfrage	60
III.	Die Signalsetzung auf den Kapitalmärkten	62
1.	Der Principal Agent-Ansatz	62
a)	Neoklassische Finanzierungstheorie und Neue Institutionenökonomik	62
b)	Principal Agent-Beziehung zwischen Eigentümern und Managern	64
c)	Problematik der Principal Agent-Beziehung	65
2.	Asymmetrische Informationsverteilung in Form der Hidden Information und deren Auswirkung auf Märkten	66
3.	Informationseffizienz zur Überwindung der Informationsasymmetrie	67
4.	Allokationseffizienz auf Kapitalmärkten als Folge effizienter Informationsmärkte	69
5.	Erwerb eigener Aktien als Signal zur Bewältigung von Informationsasymmetrien	70
a)	Signaling-Theorie	70
b)	Signalwirkung des Erwerbs eigener Aktien	72
IV.	Die Veränderung der Zusammensetzung des Aktionärskreises	74
1.	Asymmetrische Informationsverteilung in Form der Hidden Action	74
2.	Erwerb eigener Aktien als Anreizsystem zur Überwindung der Informationsasymmetrie	75

3. Elimination opponierender Aktionäre	76
V. Die Debt Control-Hypothese	77
VI. Die Free Cash Flow-Hypothese	78
VII. Zwischenergebnis	79
2. Kapitel: Der Erwerb eigener Aktien nach Europäischem Gemeinschaftsrecht	81
§ 1 Die Zweite Richtlinie 77/91/EWG des Rates zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts (Kapitalschutzrichtlinie)	82
I. Regelungsziel	82
II. Die Grundnorm des Art. 19 Kap-RL	82
1. Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses	83
2. Ausnahmen vom Erfordernis eines Hauptversammlungsbeschlusses	83
3. Weitere materielle Erwerbsbedingungen	83
a) Bestandsgrenze	84
b) Kapitalgrenze	84
c) Nur voll eingezahlte Aktien	85
III. Die Ausnahmevorschrift des Art. 20 Kap-RL	85
IV. Zwischenergebnis	86
§ 2 Die Richtlinie 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 77/91/EWG (Kapitaländerungsrichtlinie)	87
I. Zielsetzung	88
II. Auswirkungen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien nach gemeinschaftlichem Recht	88
1. Geltungsdauer	89
2. Bestandsgrenze	90
3. Vorbehalt zugunsten des Gleichbehandlungsgrundsatzes und der Marktmissbrauchsrichtlinie	90
III. Einzelbetrachtung der geänderten Voraussetzungen nach europäischem Recht	92
1. Verlängerung der 18-monatigen Geltungsfrist des Hauptversammlungsbeschlusses auf fünf Jahre	92
2. Aufhebung der Bestandsgrenze des § 71 Abs. 2 S. 1 AktG	96
IV. Zwischenergebnis	98
§ 3 Die Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauchsrichtlinie)	99
I. Das Vier-Stufen-Konzept	100

II. Zielsetzung	102
III. Regelungsinhalt	103
1. Rechtslage bis zum Erlass der Marktmissbrauchsrichtlinie	103
2. Überblick über die Regelungen	103
3. Anwendungsbereich	104
IV. Die Ausnahmenvorschrift des Art. 8 M-RL	105
1. Zusammenspiel von Verbotstatbestand und Freistellungs- möglichkeit	105
2. Begründung der Ausnahmeregelung des Art. 8 M-RL	106
3. Vorgaben des Art. 8 der Marktmissbrauchsrichtlinie	107
V. Das Verbot der Marktmanipulation	108
1. Das Verbot manipulativer Handlungen	108
2. Systematisierung der Marktmanipulation	109
VI. Das Verbot des Insiderhandels	110
1. Adressaten des Verbotes von Insidergeschäften	110
2. Die Verbotshandlungen	111
a) Erwerbs- und Veräußerungsverbot	111
b) Weitergabe- und Empfehlungsverbot	112
3. Die Definition der Insiderinformation	112
VII. Die Organisation der Aufsicht	113
VIII. Zwischenergebnis	113
 3. Kapitel: Die gesellschaftsrechtliche Behandlung des Erwerbs eigener Aktien im deutschen Aktienrecht	 115
§ 1 Der Erwerb eigener Aktien seit Erlass des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)	115
I. Historischer Überblick	115
II. Zielsetzung des KonTraG	118
III. Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien durch das KonTraG	118
§ 2 Der Erwerb eigener Aktien aufgrund allgemeiner Ermächtigung der Hauptversammlung	120
I. Die Kernregelung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG	120
1. Hauptversammlungsbeschluss	121
a) Beschlusserfordernis	121
b) Geltungsdauer	122
c) Preisrahmen	124
d) Erwerbsvolumen	125
2. Zwecksetzung	126
a) Zweckfreier Erwerb als grundsätzliche Regelung	126
b) Verbot des Handels in eigenen Aktien	128

aa)	Entstehungsgeschichte	128
bb)	Reaktionen auf die Verbotsvorschrift	132
cc)	Auslegung der Verbotsvorschrift	134
	(1) Wortlautauslegung	134
	(2) Auslegung anhand der Gesetzesbegründung	135
	(a) Handel in eigenen Aktien als unzulässiger Zweck des Eigenerwerbs	136
	(b) Kontinuierliche Kurspflege als unzulässiger Zweck des Eigenerwerbs	139
dd)	Zwischenergebnis	142
3.	Grundsatz der Gleichbehandlung	142
a)	Methoden des Rückerwerbs und der Wiederveräußerung eigener Aktien	143
b)	Gleichbehandlung der Aktionäre beim Aktienrückkauf	144
aa)	Erwerb über die Börse	144
bb)	Öffentliches Rückkaufangebot	145
	(1) Festpreisangebot (Fixed Price Tender Offer)	146
	(2) Bieterverfahren (Auction Tender Offer)	147
	(3) Übertragbare Verkaufsrechte (Transferable Put Rights)	148
cc)	Außerbörslicher Erwerb von Einzelaktionären (Negotiated Repurchase)	149
c)	Gleichbehandlung der Aktionäre bei der Wiederausgabe eigener Aktien	152
aa)	Anerkennung eines Erwerbsrechts auf wieder- veräußerte Aktien	152
bb)	Andere Art der Veräußerung	155
d)	Rückerwerb und Wiederveräußerung durch Einschaltung einer Bank	157
e)	Zwischenergebnis	157
II.	Schranken des zulässigen Erwerbs aufgrund eines Hauptversammlungsbeschlusses	159
1.	Bestandsgrenze des § 71 Abs. 2 S. 1 AktG	159
2.	Kapitalgrenze des § 71 Abs. 2 S. 2 AktG	160
3.	Erfordernis der Volleinzahlung nach § 71 Abs. 2 S. 3 AktG	161
III.	Implikationen der Kapitaländerungsrichtlinie auf den Erwerb eigener Aktien nach Inkrafttreten des ARUG	161
1.	Zentrale Neuerungen der Kapitaländerungsrichtlinie im Bereich des Aktienrückerwerbs	161
2.	Erwerbsgrenze des § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG	162

3. Erweiterung des Handlungsspielraums des Vorstands	164
IV. Zwischenergebnis	165
4. Kapitel: Kapitalmarktrechtliche Rahmenbedingungen für den Erwerb eigener Aktien	167
§ 1 Einleitung	167
§ 2 Die Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 über Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen	168
I. Regelungsziel	168
II. Die Regelung der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 im Allgemeinen	169
1. Regelungsgegenstand	169
2. Übersicht	170
III. Die Regelung der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 im Besonderen – Rückkaufprogramme	171
1. Begriffsbestimmung	171
2. Verhältnis zu der Kapitalschutzrichtlinie	172
3. Die Voraussetzungen für eine Freistellung nach Art. 8 der Marktmissbrauchsrichtlinie	173
a) Zweckbestimmung	174
b) Weitere Voraussetzungen	177
aa) Bedingungen für Rückkaufprogramme und deren Bekanntgabe	177
(1) Allgemeine Bedingungen	177
(2) Bekanntgabepflichten	179
(a) Bekanntgabepflichten vor Beginn des Rückkaufprogramms	179
(b) Bekanntgabepflichten nach Beginn des Rückkaufprogramms	182
(c) Meldepflichten	183
bb) Handelsbedingungen	184
(1) Rückkaufkurs	184
(2) Rückkaufvolumen	186
(3) Verhältnis zum Verbot der kontinuierlichen Kurspflege i.S.v. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 2 AktG	189
cc) Einschränkungen	190
(1) Grundsatz	190
(a) Kein Verkauf von Aktien während der Laufzeit des Programms	190

	(b) Kein Erwerb in sog. geschlossenen Zeiträumen	192
	(c) Kein Erwerb bei Aufschiebung der Bekanntgabe von Insiderinformationen	192
	(2) Ausnahmen von den Einschränkungen	193
	(a) Aktienrückkaufprogramme von Wertpapierhäusern und Kreditinstituten	193
	(b) Programmiertes Aktienrückkaufprogramm bzw. Einschaltung eines Intermediärs	194
	IV. Zwischenergebnis	197
§ 3	Das Verbot der Marktmanipulation gemäß § 20a WpHG	200
I.	Entstehungsgeschichte	200
II.	Gestaltung des Verbotes der Marktmanipulation durch das AnSVG	202
	1. Regelungsziel	202
	2. Neuregelung des § 20a WpHG	203
	a) Sachlicher Anwendungsbereich	203
	b) Verbot der unzulässigen Marktmanipulation in § 20a Abs. 1 S. 1 WpHG	204
	aa) Verbotene Tathandlungen	204
	bb) Abstraktheit der Tathandlungen	206
	cc) Abgrenzung legitimer Transaktionen von illegitimen Manipulationen	207
	c) Konkretisierung durch die MaKonV	209
	d) Ausnahmevorschrift des § 20a Abs. 2 WpHG	211
	e) Safe Harbour	212
III.	Beurteilung des Erwerbs eigener Aktien gemäß § 20a Abs. 1 S. 1, Abs. 2 WpHG	214
	1. Verbot der Marktmanipulation gemäß § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 1 WpHG	214
	2. Verbot der Marktmanipulation gemäß § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2, Abs. 2 WpHG	217
	a) Tathandlungen gemäß § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 2 WpHG i.V.m. § 3 MaKonV	217
	b) Zulässige Marktpraxis gemäß § 20a Abs. 2 WpHG i.V.m. §§ 7 ff. MaKonV	222
	3. Verbot der Marktmanipulation gemäß § 20a Abs. 1 S. 1 Nr. 3 WpHG	225
IV.	Besondere Fallgruppen	226
	1. Zweckvorgaben der Hauptversammlung	227

	2. Gesetzlich vorgesehene Verwendungszwecke	229
	3. Rückerwerb eigener Aktien als Abwehrmaßnahme	232
	V. Zwischenergebnis	234
§ 4	Das Verbot von Insidergeschäften gemäß § 14 WpHG	235
	I. Entstehungsgeschichte	236
	II. Gestaltung des Verbotes von Insidergeschäften durch das AnSVG	237
	1. Regelungsziel	237
	2. Überblick über die Regelung der Insiderüberwachung	238
	a) Insiderpapiere	238
	b) Insiderinformationen	238
	c) Insiderhandel	240
	d) Sanktionen	241
	III. Beurteilung des Erwerbs eigener Aktien im Hinblick auf das Insiderhandelsverbot	241
	1. Verbot von Insidergeschäften gemäß § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	241
	a) Insiderinformation	241
	aa) Konkrete Information	241
	bb) Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	246
	cc) Weitere Voraussetzungen	247
	b) Erwerb oder Veräußerung als Eigen- oder Fremdgegeschäft	247
	c) Verwendung	248
	2. Verbot von Insidergeschäften gemäß § 14 Abs. 1 Nr. 2 und 3 WpHG	252
	IV. Zwischenergebnis	253
§ 5	Kapitalmarktrechtliche Publizitätspflichten	255
	I. Einleitung	255
	II. Das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz	256
	1. Zielvorgabe	256
	2. Regelungsgegenstand	256
	III. Ad-hoc-Publizität als Teil des kapitalmarktrechtlichen Publizitätssystems	258
	1. Regelungsziel	258
	2. Pflicht zur Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 Abs. 1 S. 1 WpHG	259
	a) Neue Definition des Inlandsemitenten	259
	b) Neue Definition der ad-hoc-publizitätspflichtigen Information	259
	c) Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen	261



3. Aufschub der Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 Abs. 3 WpHG	263
a) Allgemeines	263
b) Befreiungsvoraussetzungen	266
aa) Schutz der berechtigten Interessen des Emittenten	266
bb) Keine Irreführung der Öffentlichkeit	267
cc) Gewährleistung der Vertraulichkeit	268
4. Neues Veröffentlichungsregime	269
a) Allgemeine Anforderungen	269
b) Zusätzliche Anforderungen	271
c) Übermittlung an das Unternehmensregister	272
IV. Veröffentlichungspflicht des Emittenten gemäß § 26 WpHG	272
1. Pflicht zur Veröffentlichung und Übermittlung im Fall des Erwerbs eigener Aktien	272
2. Art und Weise der Veröffentlichung	273
V. Zwischenergebnis	274
Schlussbetrachtung	277
Literaturverzeichnis	283