

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 („ <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. | 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. | 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 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) „Einzigster 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. Leichtfertigkeitssvorwurf 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) 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 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. | Strafraahmen 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. 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. 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 |

| | |
|---|-----|
| Inhaltsverzeichnis | 21 |
| <i>Vierter Teil</i> | |
| 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 |