

# 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
 <i>Erster Teil</i>	
<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 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
<b>§ 5 Gesellschaftsrechtlicher Rahmen des Erwerbs eigener Aktien .....</b>	<b>63</b>
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
<b>§ 6 Kapitalmarktrecht und Aktienrückkaufprogramme .....</b>	<b>75</b>
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

	Inhaltsverzeichnis	13
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 Unterlassungsdelikt .....	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

Inhaltsverzeichnis	15
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*

<b>Leichtfertige Marktmissbrauchsverstöße beim Aktienrückkauf</b>	<b>195</b>
<b>§ 8 Ausgewählte Untersuchungsszenarien .....</b>	<b>195</b>
A. Untersuchungsszenarien .....	196
B. Leichtfertigkeitsvorwurf im Kapitalmarktrecht .....	197
<b>§ 9 Leichtfertige Marktmanipulation mittels Informationsverbreitung .....</b>	<b>199</b>
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

Inhaltsverzeichnis	17
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 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 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

Inhaltsverzeichnis	19
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
<b>§ 12 Verwaltungsrechtliche Sanktionen . . . . .</b>	<b>315</b>
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
<b>§ 13 Grenzen zur Verwirklichung von Straftaten . . . . .</b>	<b>320</b>
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 Aktienrückkaufprogrammen 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
<i>Dritter Teil</i>	
<b>Zivil- und aufsichtsrechtliche Folgen kapitalmarktrechtlicher Verstöße</b> <span style="float: right;">331</span>	
<b>§ 14 Zivilrechtliche Haftung beim Aktienrückkauf durch grob fahrlässiges Verhalten . . . . .</b>	<b>331</b>
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. 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

<i>Vierter Teil</i>	
<b>Schlussbetrachtungen</b>	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