

## Inhaltsübersicht

Inhaltsverzeichnis	11
Abkürzungsverzeichnis	23
1. Teil: Einleitung	25
A. Einführung	25
B. Untersuchungsprogramm	30
2. Teil: Grundlagen des Aktienrückkaufs	33
1. Kapitel: Das Wesen der eigenen Aktie, der wirtschaftliche Charakter ihres Rückerwebs und dessen Motive	33
A. Begriffliche Einordnung	33
B. Rechtsdogmatische Betrachtung der eigenen Aktie	35
C. Wirtschaftlicher Charakter des Aktienrückerwerbs für die Gesellschaft	39
D. Wirtschaftlicher Charakter des Aktienrückerwerbs für die Aktionäre	45
E. Schlussfolgerungen für das wirtschaftliche Wesen des Aktienrückkaufs	47
F. Motive für Aktienrückkäufe im Allgemeinen	51
2. Kapitel: Rechtlicher Regelungsrahmen	71
A. Risiken von Aktienrückkäufen	71
B. Aktienrechtlicher Regelungsrahmen	80
C. Kapitalmarktrechtlicher Regelungsrahmen	90
D. Übernahmerechtlicher Bezug	104

3. Teil: Das Phänomen des beschleunigten Aktienrückkaufs	109
3. Kapitel: Herkömmliche Erwerbsmethoden und ihre Systematisierung	109
A. Erwerb über die Börse ( <i>Open Market Repurchase</i> ) <i>Open Market Repurchase</i>	109
B. Individuell ausgehandelter Rückerwerb ( <i>Negotiated Repurchase</i> )	112
C. Öffentliche Rückerwerbsverfahren	114
D. Rückerwerb unter Einbeziehung von Derivaten	121
4. Kapitel: Der beschleunigte Aktienrückkauf als Innovation	124
A. Funktionsweise	124
B. Motive eines beschleunigten Rückkaufs	149
4. Teil: Rechtliche Bewertung	201
5. Kapitel: Der <i>Accelerated Share Repurchase</i> als mittelbarer Rückerwerb eigener Aktien	201
A. Fragestellungen	201
B. Bestehen eines rechtlichen Verhältnisses zwischen Finanzdienstleister und Aktionären – das ASR- <i>Agreement</i> als Vertrag zu Gunsten Dritter?	202
C. Das rechtliche Verhältnis zwischen Gesellschaft und Finanzdienstleister	210
D. Résumé zu den Fragestellungen im Zusammenhang mit dem Charakter des ASR als mittelbarer Erwerb eigener Aktien	239
6. Kapitel: Aktienrechtliche Würdigung im Übrigen	241
A. Der Erlaubnistatbestand des § 71 AktG	241
B. Der ASR als unzulässige Finanzierungshilfe ( <i>financial assistance</i> ) i.S.v. § 71a Abs. 1 AktG?	253
C. Vereinbarkeit mit § 53a AktG	270

D. Berichtspflichten gem. §§ 71 Abs. 3 S. 1 AktG, 160 Abs. 1 Nr. 2 AktG	270
7. Kapitel: Kapitalmarktrechtliche Würdigung	272
A. Überblick über die kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen in den USA	272
B. Die Gesellschaft als Normenadressat in deutschen und europäischen Kapitalmarktrechts	284
C. Der Finanzdienstleister als Normenadressat	303
D. Zusammenfassung	319
5. Teil: Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse	323
Literaturverzeichnis	327

## Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	23
1. Teil: Einleitung	25
A. Einführung	25
B. Untersuchungsprogramm	30
2. Teil: Grundlagen des Aktienrückkaufs	33
1. Kapitel: Das Wesen der eigenen Aktie, der wirtschaftliche Charakter ihres Rückerwebs und dessen Motive	33
A. Begriffliche Einordnung	33
I. Die Doppelnatur der Aktie	33
II. Die eigene Aktie und ihr Erwerb	35
B. Rechtsdogmatische Betrachtung der eigenen Aktie	35
I. Der historische Wandel der dogmatischen Betrachtung	35
II. Rechtsdogmatische Behandlung aus heutiger Sicht	38
C. Wirtschaftlicher Charakter des Aktienrückerwerbs für die Gesellschaft	39
I. Der Aktienrückerwerb als Einlagenrückgewähr	39
II. Gründe für den Konflikt mit der Kapitalerhaltung	40
1. Ausschüttungscharakter des Aktienrückerwerbs	40
2. Rechtliche Behandlung	43
III. Résumé zum wirtschaftlichen Charakter des Aktienrückkaufs für die Gesellschaft	45
D. Wirtschaftlicher Charakter des Aktienrückerwerbs für die Aktionäre	45
E. Schlussfolgerungen für das wirtschaftliche Wesen des Aktienrückkaufs	47
I. Der Aktienrückerwerb als Abfindungsvereinbarung	47
II. Der Aktienrückerwerb als Auseinandersetzungsvertrag zwischen den Aktionären	48

III. Der Aktienrüberwerb als Alternative zur Zahlung von Dividenden	48
IV. Der Aktienrüberwerb als materielle Teilliquidation des Gesellschaftsvermögens	49
V. Der Aktienrüberwerb als Kapitalherabsetzung	50
VI. Der Aktienrüberwerb als Instrument zur Bildung eines „quasi-genehmigten“ Kapitals	50
VII. Résumé zum wirtschaftlichen Wesen des Aktienrückkaufs	51
<b>F. Motive für Aktienrückkäufe im Allgemeinen</b>	<b>51</b>
I. Grundlagen der Motivbildung	52
1. Zielkonflikt zwischen <i>Shareholder-Value</i> und Unternehmensinteresse	53
2. Einfluss der <i>Principal-Agent</i> -Beziehung zwischen Vorstand und Aktionären	54
II. Der Aktienrüberwerb als Instrument der Finanzpolitik	55
1. <i>Signaling</i>	55
2. Kursstabilisierung	58
3. Kennzahlenoptimierung und Kapitalstrukturgestaltung	59
4. Ausschüttung überschüssiger Liquidität	61
5. Vermeidung von Dividendenzahlungen	63
6. Finanzierung der Gesellschaft	65
III. Der Aktienrüberwerb als Maßnahme des strategischen Managements	66
1. Veränderung der Beteiligungsverhältnisse	66
2. Vermeidung feindlicher Übernahmen	67
3. Einsatz eigener Aktien als Akquisitionswährung	68
4. Durchführung eines <i>Debt-Equity-Swaps</i>	69
5. Vorbereitung eines <i>Delistings</i>	69
6. Mitarbeiterbeteiligung	69
IV. Der Aktienrüberwerb als opportunistisches Managementinstrument	70
<b>2. Kapitel: Rechtlicher Regelungsrahmen</b>	<b>71</b>
A. Risiken von Aktienrückkäufen	71
I. Risiken für die Gläubiger	72

II. Risiken für die Gesellschaft und ihre Aktionäre	73
1. Schmälerung des Beteiligungswertes	73
2. Ungleichbehandlung	74
3. Verletzung der Kompetenzordnung	75
4. Senkung des Eigenkapitals	76
5. Sonstige betriebswirtschaftliche Risiken	77
III. Risiken für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts	78
IV. Risiken für den Markt für Unternehmenskontrolle	79
 B. Aktienrechtlicher Regelungsrahmen	80
I. Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien nach den §§ 71 ff. AktG	80
1. Regelungssystematik und -zweck	80
2. Wesentlicher Regelungsinhalt	82
a) Erwerbsvoraussetzungen für einen zulässigen Erwerb nach § 71 Abs. 1 AktG	82
b) Höchstens zulässiges Erwerbsvolumen, § 71 Abs. 2 S. 1 AktG	84
c) Die Bildung von Rücklagen gem. § 71 Abs. 2 S. 2 AktG und das Verbot der Einlagenrückgewähr gem. § 57 AktG	84
d) Die Volleinzahlungspflicht des § 71 Abs. 2 S. 3 AktG	85
e) Niedrigster und höchster Gegenwert, § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG	86
f) Keine Rechte aus zurückerworbenen Aktien, § 71b AktG	86
g) Rechtsfolgen des unzulässigen Erwerbs	87
II. Der Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53a AktG	87
III. Das Verbot der Einlagenrückgewähr des § 57 AktG	89
 C. Kapitalmarktrechtlicher Regelungsrahmen	90
I. Regelungssystematik und Zweck	91
II. Wesentlicher Regelungsinhalt	92
1. Marktmisbrauchsrecht	92
a) <i>Safe-Harbor</i> -Regelung, Art. 5 MAR	92
b) Insidergeschäfte	94
c) Marktmanipulation	99

2. Publizitätspflichten	101
a) Ad-Hoc-Mitteilungspflicht gem. Art. 17 MAR	102
b) Beteiligungstransparenz gem. § 40 Abs. 1 S. 2 WpHG	103
c) <i>Safe-Harbor</i> -Veröffentlichungspflichten	103
3. Zusammenfassung	103
D. Übernahmerechtlicher Bezug	104
3. Teil: Das Phänomen des beschleunigten Aktienrückkaufs	109
3. Kapitel: Herkömmliche Erwerbsmethoden und ihre Systematisierung	109
A. Erwerb über die Börse ( <i>Open Market Repurchase</i> ) <i>Open Market Repurchase</i>	109
B. Individuell ausgehandelter Rückerwerb ( <i>Negotiated Repurchase</i> )	112
C. Öffentliche Rückerwerbsverfahren	114
I. Festpreisverfahren ( <i>Fixed Price Tender Offer</i> )	114
II. Holländisches Auktionsverfahren ( <i>Dutch Auction</i> )	117
III. Ausgabe übertragbarerer Verkaufsoptionen ( <i>Transferable Put Rights</i> )	118
D. Rückerwerb unter Einbeziehung von Derivaten	121
4. Kapitel: Der beschleunigte Aktienrückkauf als Innovation	124
A. Funktionsweise	124
I. Überblick	124
II. Das ASR- <i>Agreement</i>	129
1. Parteien	129
2. Struktur	129
3. Varianten	131
a) <i>Plain-Vanilla</i>	132
b) <i>Capped</i>	132
c) <i>Collared</i>	133
III. Der initiale Leerverkauf von Aktien an die Gesellschaft	134
1. Inhalt der Leistungspflichten	134
2. Einordnung als Leerverkauf	135

3. Fälligkeit	136
4. Anzahl initial zu liefernder Aktien	136
5. Die Beschaffung der zu liefernden Aktien im Wege der Wertpapierleihe	137
6. Auf den Leerverkauf folgender Ablauf	138
<b>IV. Forward-Geschäft</b>	<b>138</b>
1. Fälligkeit	139
2. Deckungsgeschäfte des Finanzdienstleisters	139
3. Leistungspflichten bei Fälligkeit	141
a) <i>Plain-Vanilla-ASR</i>	142
b) <i>Capped-ASR</i>	143
c) <i>Collared-ASR</i>	143
d) Exemplarische Wirtschaftlichkeitsberechnung	143
4. Recht auf Vertragsanpassung ( <i>dilution adjustments</i> )	144
5. Sicherheitsleistungen	145
<b>V. Einordnung der Funktionsweise im Vergleich zu anderen Erwerbsverfahren</b>	<b>145</b>
1. <i>Open Market Repurchase</i>	145
2. <i>Negotiated Repurchase</i>	148
3. Öffentliche Rückerwerbsverfahren	149
<b>B. Motive eines beschleunigten Rückkaufs</b>	<b>149</b>
<b>I. Empirische Befunde aus den USA</b>	<b>149</b>
1. Verteilung überschüssiger Liquidität	149
2. Verbesserung der Unternehmenskennzahlen	152
3. Vermeidung feindlicher Übernahmen	154
4. <i>Signaling</i>	156
5. Wertsteigerung von Aktienoptionen	160
6. Vergütungssteigerung	161
7. Verwässerungsminimierung im Zusammenhang mit Mitarbeiteroptionen	163
8. Résumé zu den empirischen Befunden und ihrer Bedeutung	164
a) Charakteristik eines ASR-Unternehmens	164
b) Nachgewiesene Motive	165

II. Gültigkeit der empirischen Befunde für deutsche Gesellschaften	166
1. Vergleichbarkeit der ökonomischen und rechtlichen Rahmenbedingungen	167
a) Unternehmensziel	167
aa) Beteiligungsstruktur	169
bb) Kapitalmarktorientierte Unternehmensfinanzierung	172
cc) Externe <i>Corporate-Governance</i> durch einen Markt für Unternehmenskontrolle	175
(aa) Das Bestehen eines Marktes für Unternehmensübernahmen als Grundlage eines Marktes für Unternehmenskontrolle	176
(bb) Notwendigkeit externer Kontrollmechanismen im <i>Corporate-                 Governance</i> -System	178
(cc) Gesetzliche Übernahmehindernisse und feindliche Übernahmen	181
(dd) Möglichkeiten eines übernehmerfreundlichen Managementwechsels	184
(ee) Résumé zur externen <i>Corporate-                 Governance</i> durch einen Markt für Unternehmenskontrolle	188
dd) Erfolgsabhängige Vergütungssysteme	189
ee) Résumé zur Unternehmenszielsetzung	190
b) Die Bedeutung von Unternehmenskennzahlen	192
c) Wirksamkeit von <i>Signaling</i> -Strategien	193
d) Die Auswirkungen von Aktienrückkäufen auf die Abwehr feindlicher Übernahmen	196
2. Résumé zur Gültigkeit der empirischen Befunde für deutsche Gesellschaften	198

4. Teil: Rechtliche Bewertung	201
5. Kapitel: Der <i>Accelerated Share Repurchase</i> als mittelbarer Rückerwerb eigener Aktien	201
A. Fragestellungen	201
B. Bestehen eines rechtlichen Verhältnisses zwischen Finanzdienstleister und Aktionären – das <i>ASR-Agreement</i> als Vertrag zu Gunsten Dritter?	202
I. Parallelen zum mittelbaren Bezugsrecht	202
II. <i>ASR-Agreement</i> als echter Vertrag zu Gunsten Dritter?	204
1. Situation bei einem direkten Rückkauf ohne Einschaltung eines Finanzdienstleisters	205
2. Andienungsrecht durch analoge Anwendung des § 186 Abs. 5 S. 1 AktG?	207
3. Résumé zur Natur des <i>ASR-Agreements</i> als Vertrag zu Gunsten Dritter	209
C. Das rechtliche Verhältnis zwischen Gesellschaft und Finanzdienstleister	210
I. Der Finanzdienstleister als Treuhänder	210
II. Der Finanzdienstleister als Aktionär	210
III. Pflicht zur Bindung des Finanzdienstleisters an das allgemeine Gleichbehandlungsgebot (§ 53a AktG)?	211
1. Der Leerverkauf als rechtfertigungsbedürftige Ungleichbehandlung	213
a) Veräußerung durch einen Finanzdienstleister ohne Aktienbestand	213
aa) Maßstab	213
bb) Anwendung auf den <i>Accelerated Share Repurchase</i>	215
cc) Résumé	216
b) Veräußerung durch einen Finanzdienstleister mit Aktienbestand	216
c) Anwendbarkeit des § 53a AktG kraft Gesetzes (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 AktG)	217
d) Résumé zur Einordnung des Leerverkaufs als rechtfertigungsbedürftige Ungleichbehandlung	218

2. Die Wertpapierdarlehensgeschäfte des Finanzdienstleisters als rechtfertigungsbedürftige Ungleichbehandlung	218
3. Die Deckungskäufe des Finanzdienstleisters als rechtfertigungsbedürftige Ungleichbehandlung	219
a) (Faktische) Anwendung des § 53a AktG im Rahmen des § 71a Abs. 2 bzw. § 71d S. 1 AktG	220
aa) Übernahme des wirtschaftlichen Risikos durch die Gesellschaft	222
bb) Weisungsabhängigkeit des Finanzdienstleisters	222
cc) Résumé	225
b) Anwendung des § 53a AktG im Rahmen einer analogen Anwendung der §§ 71a, 71d S. 1 AktG	226
c) Teleologische Extension des § 53a AktG	228
aa) Weisungsgebundener Finanzdienstleister	231
bb) Nicht weisungsgebundener Finanzdienstleister	231
cc) Rechtsfolgen	233
4. Résumé zur Pflicht der Gesellschaft, den Finanzdienstleister an § 53a AktG zu binden	237
IV. Résumé zum rechtlichen Verhältnis zwischen Gesellschaft und Finanzdienstleister	238
D. Résumé zu den Fragestellungen im Zusammenhang mit dem Charakter des ASR als mittelbarer Erwerb eigener Aktien	239
<b>6. Kapitel: Aktienrechtliche Würdigung im Übrigen</b>	<b>241</b>
A. Der Erlaubnistatbestand des § 71 AktG	241
I. Anwendungsbereich	241
II. Der beschleunigte Aktienrückkauf als zulässige Erwerbsmethode (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG)	242
III. Der ASR als Kurspflegeinstrument (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 2 AktG)	242
IV. Bestimmung des Gegenwerts unter Berücksichtigung des <i>Forward</i> -Geschäfts (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG)	246
1. Allgemeines	246
a) Begriff des Gegenwerts	246

b)	Preisgrenzen (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG) und das Verbot der Einlagenrückgewähr	247
c)	Form der Festsetzung	249
2.	Einordnung der ausgetauschten Leistungen	250
a)	Initial zu zahlender Kaufpreis	250
b)	Leistungspflichten des <i>Forwards</i>	250
c)	Einbeziehung von Abschlussgebühren	251
d)	Einbeziehung von Kosten für Risikobegrenzungsgeschäfte	252
3.	Rechtsfolgen bei Überschreiten der Preisgrenzen	252
B.	Der ASR als unzulässige Finanzierungshilfe ( <i>financial assistance</i> ) i.S.v. § 71a Abs. 1 AktG?	253
I.	Bereichsausnahme gem. § 71a Abs. 1 S. 2 AktG	255
II.	Normzweck	255
III.	Begriff der Finanzierungshilfe	257
IV.	Das ASR- <i>Agreement</i> als Finanzierungshilfe	258
1.	Grundsatz	258
2.	Ausnahme mit Blick auf die besondere Struktur des ASR- <i>Agreements</i>	259
a)	Mischcharakter des ASR- <i>Agreements</i>	259
b)	Differenzierung durch Abstellen auf den vorrangigen Zweck des ASR- <i>Agreements</i>	260
c)	An der <i>ratio legis</i> orientierte Auslegung	261
3.	Résumé zur Einordnung des ASR- <i>Agreements</i> als Finanzierungshilfe	265
V.	Ansätze zur Herstellung von mehr Rechtssicherheit	266
1.	Freistellung durch die Hauptversammlung – zugleich Überlegungen <i>de lege ferenda</i>	266
2.	Besicherung des Differenzbetrages	268
3.	Vermeidung von Differenzbeträgen	268
4.	Deckungskäufe für Rechnung der Gesellschaft	269
C.	Vereinbarkeit mit § 53a AktG	270
D.	Berichtspflichten gem. §§ 71 Abs. 3 S. 1 AktG, 160 Abs. 1 Nr. 2 AktG	270

7. Kapitel: Kapitalmarktrechtliche Würdigung	272
A. Überblick über die kapitalmarktrechtlichen Rahmenbedingungen in den USA	272
I. Marktmissbrauchsrecht	272
1. Einführung	272
2. Behandlung des <i>Accelerated Share Repurchase</i>	275
3. Erwerb außerhalb des <i>Safe-Harbors</i>	276
II. Publizitätspflichten	278
1. Publizitätspflichten <i>de lege lata</i>	278
2. SEC-Regulierungsansätze <i>de lege ferenda</i>	280
a) Der Regelungsentwurf	280
b) Überlegungen zur Notwendigkeit einer <i>ex-post</i> -Publizität für <i>Accelerated Share Repurchases</i>	282
B. Die Gesellschaft als Normenadressat in deutschen und europäischen Kapitalmarktrechts	284
I. Marktmissbrauchsrecht	284
1. Informationsgestützte Marktmanipulation	284
2. Handelsgestützte Marktmanipulation	284
a) Sachlicher Anwendungsbereich	285
b) Aussenden falscher oder irreführender Signale i.S.v. Art. 12 Abs. 1 lit. a) Var. i) MAR	286
c) Sicherung eines künstlichen Kursniveaus i.S.v. Art. 12 Abs. 1 lit. a) Var. ii) MAR	293
3. Insiderhandel	293
4. Bedeutung der <i>Safe-Harbor</i> -Vorschrift des Art. 5 Abs. 1 MAR für die Gesellschaft	294
a) Anwendbarkeit auf den ASR	295
b) Rückerwerb außerhalb des <i>Safe-Harbors</i>	296
II. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten	297
1. Veröffentlichungspflicht gem. §§ 40 Abs. 1 S. 2, 33 Abs. 1 S. 1 WpHG	297
2. Ad-Hoc-Mitteilungspflicht gem. Art. 17 MAR	298
a) Grundsatz	298
b) Aufschub der Veröffentlichung	299
3. <i>Ex-ante</i> -Publizität gem. Art. 5 Abs. 1 lit. a) MAR, Art. 2 Abs. 1 VO (EU) 2016/1052	300

4. Laufende Meldepflicht gegenüber den Aufsichtsbehörden gem. Art. 5 Abs. 1 lit. b) MAR, Art. 2 Abs. 2 VO (EU) 2016/1052	302
5. Laufende Veröffentlichungspflichten gem. Art. 5 Abs. 1 lit. b) MAR, Art. 2 Abs. 3 VO (EU) 2016/1052	303
<b>C. Der Finanzdienstleister als Normenadressat</b>	<b>303</b>
I. Marktmissbrauchsrecht	303
1. Markomanipulation	303
a) Begriffe	303
b) Sicherung eines künstlichen Kursniveaus i.S.v. Art. 12 Abs. 1 lit. a) Var. ii) MAR	305
c) Aussenden falscher oder irreführender Signale i.S.v. Art. 12 Abs. 1 lit. a) Var. i) MAR	307
2. Insiderhandel	310
3. Vorgaben der <i>Safe-Harbor</i> -Regelung des Art. 5 MAR	310
II. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten	312
1. § 33 Abs. 1 S. 1 WpHG	312
2. Entsprechende Einhaltung der <i>Safe-Harbor</i> -Veröffentlichungspflichten aus Art. 5 MAR i.V.m. Art. 2 ff. VO (EU) 2016/1052	314
III. Vereinbarkeit mit der Europäischen Leerverkaufsverordnung	316
1. Das ASR- <i>Agreement</i> als Leerverkauf	316
2. Anforderungen des Verbots ungedeckter Leerverkäufe gem. Art. 12 Abs. 1 EU-Leerverkaufsverordnung	317
3. Sonstige Anforderungen	319
D. Zusammenfassung	319
<b>5. Teil: Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse</b>	<b>323</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>327</b>