

# Inhaltsverzeichnis

Kapitel 1 Dogmatische Grundlagen	15
A. Rechtshistorische Entwicklung	15
I. Fehlen einer gesetzlichen Regelung vor 1870	15
II. Erste gesetzliche Regelung im Jahre 1870	18
III. Aktienrechtsnovelle von 1884	19
IV. Weltwirtschaftskrise und die deutsche Bankenkrise – die Notverordnung von 1931	21
V. Umsetzung der Kapitalrichtlinie 1978 und das KonTraG 1998	24
B. Beweggründe für den Erwerb eigener Aktien	26
I. Grundlagen	26
II. Instrument des Finanzmanagements	27
III. Signalisierung einer Unterbewertung	31
IV. Einfluss auf die Gestaltung der Aktionärsstruktur	32
V. Handel in eigenen Aktien	35
VI. Weitere Erwerbsmotive und Zusammenfassung	36
C. Erwerbsmethoden	37
I. Erwerb über die Börse	37
II. Öffentliches Rückkaufverfahren außerhalb der Börse	38
1. Festpreisverfahren („fixed price tender offer“)	38
2. Holländische Versteigerung („dutch auction“)	40
III. Rückkauf mittels Derivaten – Übertragbare Andienungsrechte	41
IV. Individueller Paketerwerb	43
V. Dominanz des Rückkaufs über die Börse	45
D. Erwerb eigener Aktien und die Kapitalverfassung der Gesellschaft	46
I. Kapitalerhaltung durch § 57 AktG	46
II. Aktienrückkäufe als Rückgewähr von Einlagen	50
III. Der Rückerwerb als alternative Ausschüttung	52
1. Wert eigener Aktien	52
a) Eigene Aktien als Vermögenswerte	52
b) Eigene Aktien als „Leerstellen im Kapitalgefüge“	53
c) Stellungnahme	54
2. Der historische Hintergrund des § 57 Abs. 1 S. 2 AktG	57
3. Überhöhter Erwerbspreis als unzulässige Einlagenrückgewähr?	63
4. Ergebnis	67

5. Steuerrechtliche Auswirkungen	69
E. Erwerbsvoraussetzungen	72
I. Vorgaben durch die europäische Kapitalrichtlinie	72
II. Umsetzung der Kapitalrichtlinie ins deutsche Recht	73
III. Vorliegen eines Erwerbstatbestandes	76
1. Privilegierter Erwerb, § 71 I Nr. 4 bis 6 AktG	76
2. Zweckgebundene Erwerbstatbestände	78
a) Abwehr eines schweren, unmittelbaren Schadens	78
b) Belegschaftsaktienprogramm	80
c) Abfindung von Aktionären	81
d) Handel in eigenen Wertpapieren	83
3. Ermächtigung ohne gesetzliche Zweckvorgabe, § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG	85
a) Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung	85
b) Verbot des Handels in eigenen Wertpapieren	87
4. Bestandsgrenze nach § 71 Abs. 2 S. 1 AktG	90
5. Rücklage für eigene Aktien (§ 71 Abs. 2 S. 2 AktG)	91
6. Gebot der Volleinzahlung der Aktien	92
F. Zusammenfassung und weiterer Gang der Untersuchung	92
 Kapitel 2 Gläubigerschutz	95
A. Grundsatz der Kapitalerhaltung	95
B. Bilanzierung eigener Aktien gemäß § 272 Abs. 4 HGB	97
C. Bilanzierung nach § 272 Abs. 1 S. 4 bis 6 HGB	102
I. Die US-Bilanzierungspraxis (par value method) als Vorbild	102
II. Kapitalherabsetzung durch Einziehung eigener Aktien	105
1. Erwerb gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG	105
2. Erwerb nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 6 AktG	107
III. Amortisation eigener Aktien	112
1. Zusammenhang zwischen Aktienzahl und Höhe des Grundkapitals bei Stückaktien	112
2. Amortisation bei Rückkauf gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 6 AktG	114
3. Amortisation gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG	115
D. Kapitalschutz bei Barabfindung nach §§ 29, 207 UmwG	118
I. Erwerbspflicht eigener Aktien und Gläubigerinteressen bei einer Umwandlung	118
II. Kapitalschutz vor Eintragung der Umwandlung	120
III. Kapitalschutz nach dem Verschmelzungsbeschlusses	121
1. Problemstellung	121
2. Unbedingte Erwerbspflicht eigener Aktien	121

3. Bedingte Erwerbspflicht	122
4. Stellungnahme	123
<b>E. Finanzierung des Aktienrückkaufs durch Dritte, § 71a AktG</b>	<b>124</b>
I. Normzweck und Entstehungsgeschichte	124
II. Verhältnis von § 71a AktG zu § 57 AktG	127
III. Verhältnis zu § 71 AktG	129
IV. Anwendungsbereiche des § 71a Abs. 1 AktG	130
1. Abgrenzung zwischen § 71a Abs. 1 und Abs. 2 AktG	130
2. Finanzierungshilfe nach Kontrollerwerb	130
3. Verschmelzung der Ziel- auf die Erwerbergesellschaft	133
4. Zustimmung zu einer Schuldübernahme als Finanzierungshilfe – der Fall Babcock Borsig AG	134
V. Zusammenfassung	137
<b>F. Ergebnis</b>	<b>138</b>
 Kapitel 3 Aktionäre und Gesellschaft	 139
<b>A. Rechtsstellung der Aktionäre</b>	<b>139</b>
<b>B. Gleichbehandlung der Aktionäre gemäß § 53a AktG</b>	<b>141</b>
I. Bedeutung	141
II. Erwerb über die Börse	142
III. Erwerb außerhalb der Börse	143
1. Öffentliches Rückkaufangebot zu einem Festpreis	143
2. Holländische Versteigerung („dutch auction“)	145
3. Ausgabe übertragbarer Verkaufsoptionen	145
4. Individueller Paketerwerb von einem bestimmten Aktionär	146
IV. Zusammenfassung	148
<b>C. Innergesellschaftliche Kompetenzverteilung</b>	<b>148</b>
I. Eliminierung der Kontrollfunktion der Hauptversammlung	148
II. Gestaltung des Aktionärskreises der Gesellschaft	150
1. Möglichkeiten mittels eines Aktienrückkaufs	150
2. Befugnis der Verwaltung zur Einflussnahme	151
a) Neutralitätspflicht des Vorstands	151
b) Leitungskompetenz des Vorstands	153
c) Eigene Ansicht – strikte, ausnahmslose Neutralität	155
d) Reichweite und Anwendungsbereich	158
3. Individueller Paketerwerb	160
a) Meinungsstand	160
b) Zustimmung der Aktionäre	160
c) Sachliche Rechtfertigung	163
d) Zulässige Höhe des Paketzuschlags	164

e) Jederzeit zulässiger „negotiated repurchase“ zum Börsenkurs?	166
4. Verteidigungsmittel gegen eine feindliche Übernahme	168
a) Der Konflikt zwischen den „principals“ und den „agents“	168
b) Eignung von Aktienrückkäufen zur Abwehr eines Übernahmeangebots	170
c) Zulässigkeit eines defensiven Aktienrückkaufs	173
d) Greenmailing	178
e) Ausnahmen	178
5. Kapitalmarktrechtliche Überlagerung durch § 33 WpÜG	179
a) Verhältnis zum Aktienrecht	179
b) Aktienrückkäufe nach § 33 WpÜG	179
c) Verhältnis von § 33 Abs. 1 S. 2 WpÜG zu § 33 Abs. 2 WpÜG bei Rückkaufermächtigungen	181
d) Widerspruch zwischen § 33 WpÜG und der strikten Neutralitätspflicht	183
6. Platzierung eigener Aktien bei Verbündeten	185
a) Problematik	185
b) Bezugsrecht der Aktionäre auf eigene Aktien	186
c) Ablehnung eines Bezugsrechts	187
d) Eigene Ansicht	187
7. Abfindung nach Verschmelzung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG	189
III. Gewinnverwendungskompetenz der Hauptversammlung	191
D. Eigene Aktien bei anderen Strukturmaßnahmen der Gesellschaft	192
I. Eigene Aktien und der Ausschluss von Minderheitsgesellschaftern	192
1. Das Institut des „Squeeze-out“	192
2. Berechnung der Kapitalmehrheit	193
3. Eigene Aktien nach vollzogener Barabfindung	196
II. Eigene Aktien bei einer Kapitalerhöhung	197
1. Hintergrund	197
2. Eigene Aktien als ausstehende Einlagen analog § 182 Abs. 4 AktG?	197
3. Bezugsrechte aus eigenen Aktien	199
E. Zusammenfassung	202
Kapitel 4 Kapitalmarkt und Anlegerinteressen	203
A. Kapitalmarkt und Kapitalmarktrecht	203
B. Regelungsziele des Kapitalmarktrechts	204
I. Funktionenschutz	204

II. Anlegerschutz	205
III. Entwicklungstendenzen – Sonderrecht für kapitalmarktnahe Gesellschaften	206
C. Kapitalmarktrechtliche Gesichtspunkte von Aktienrückkäufen	208
D. Insiderrecht, Transparenz und Information	210
I. Europarechtliche Vorgaben (Marktmissbrauchsrichtlinie)	210
II. Umsetzung durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz 2004	210
III. Rückkaufprogramm als Insiderinformation, § 13 WpHG	212
1. Insiderhandelsverbot beim Erwerb eigener Aktien	212
a) Konkrete Information bei einem mehrstufigen Entscheidungsprozess	212
b) Nicht öffentlich bekannte Information	215
c) Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	216
d) Verwenden der Insiderinformation Aktienrückkauf, § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG	218
2. Ad-hoc-Publizität gemäß § 15 Abs. 1 und 3 WpHG	221
IV. Sonstige Veröffentlichungs- und Berichtspflichten	226
1. Aktienrechtliche Publizitätsvorschriften	226
2. Veröffentlichungspflichten nach §§ 21 ff. WpHG	227
a) Meldepflichten der Gesellschaft nach § 26 Abs. 1 S. 2 WpHG	227
b) Eigene Aktien und Meldepflichten Dritter gemäß §§ 21 ff. WpHG	228
E. Kursmanipulation	230
I. Begriffsklärung	230
II. Kursbeeinflussende Wirkung von Aktienrückkäufen	231
III. Das Kursmanipulationsverbot in § 20a WpHG	236
1. Das Verhältnis zu gesellschaftsrechtlichen Regeln	236
2. Entwicklung und Überblick über die gesetzliche Regelung	238
3. „Safe Harbour“ – EU-Verordnung 2273/2003	239
a) Erklärung	239
b) Das US-Vorbild – rule 10b-18 SEC	240
c) Anwendungsbereich der EU-Verordnung 2273/2003	241
d) Publizität	245
e) Preislimit	248
f) Handelsvolumen	248
g) Einschränkungen	250
h) Ausnahme für den Eigenhandel der Banken	251
i) Programmierter Rückkaufprogramm	251
j) Würdigung und Kritik	252

4. Erwerb über die Börse außerhalb des „safe harbour“ VO 2273/2003	254
a) Fallgruppen	254
b) Schaffung nationaler „safe harbours“?	255
c) Behandlung als zulässige Marktpraxis	257
5. Rückkaufprogramm außerhalb der Börse	259
IV. Zusammenfassung	260
F. Aktienrückkäufe und Übernahmerecht	260
I. Auswirkungen des Wertpapierwerbs- und Übernahmegesetzes	260
II. Passiver Kontrollerwerb infolge eines Aktienrückkaufs	261
III. Übernahmerechtliche Regulierung von Rückkaufprogrammen	263
1. Anwendbarkeit des WpÜG auf „self tender offers“	263
2. Direkte Anwendung	266
a) Wortlaut	266
b) Historisch-teleologische Auslegung	268
c) Systematik	273
3. Analoge Anwendung	275
a) Vorliegen einer unbewussten Regelungslücke	275
b) Vergleichbarkeit der Sachverhalte	276
c) Ergebnis	277
4. Regelungsbedarf oder Regelungsredundanz?	278
G. Ergebnis	279
 Kapitel 5 Schluss	281
A. Reformmöglichkeiten nach der neuen Kapitalrichtlinie	281
I. Überblick zu den Änderungen der Richtlinie 77/91/EWG	281
II. Einzelpunkte	282
1. Aufgabe der Zehnprozent-Grenze nach § 71 Abs. 2 S. 1 AktG	282
2. Verlängerung der Geltungsdauer der Erwerbsermächtigung	283
3. Erleichterung der Finanzierung des Anteilserwerbs	283
4. Einführung rückerwerbbarer Aktien (redeemable shares)	285
B. Entwurf eines neuen Konzepts	288
I. Das feste Nennkapital als Störfaktor	288
II. Ausgangspunkt: Funktion der eigenen Aktien	290
III. Umsetzung und Umsetzbarkeit	293
1. Einzelpunkte	293
a) Bewegliches Grundkapital und Vorratskapital	293
b) Bezugsrechte auf Vorratsaktien	295
c) Bilanzielle und steuerliche Behandlung	296
2. Vereinbarkeit mit der Kapitalrichtlinie	297

IV. Lockerung der Kapitalbindung für Aktienrückkäufe	298
1. Konsequenzen der derzeitigen Regelung des § 57 AktG	298
2. Alternative: Solvenztest	302
3. Bewertung und Ausblick	304
C. Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse	305
Literaturverzeichnis	311