

Universität Wien
Rechtswissenschaftliche Fakultät

Exposé zur Dissertation

mit dem vorläufigen Arbeitstitel

„Der Erwerb eigener Anteile durch börsennotierte Gesellschaften“

vorgelegt von

Mag. Jonathan Pock

Matrikelnummer: 01169235

angestrebter akademischer Grad

Doktor der Rechtswissenschaften (*Doctor iuris*)

Betreuer: Univ.-Prof. Dr. Chris Thomale, LL.M. (Yale)

Studienkennzahl: A 783 101

Dissertationsgebiet laut Studienblatt: Rechtswissenschaften

Der Erwerb eigener Anteile durch börsennotierte Gesellschaften

Inhaltsverzeichnis

A.	Aktualität, gesellschaftliche Relevanz und zentrale Probleme	3
I.	Wirtschaftlicher Hintergrund und Interessenlage	4
II.	Risiken von Rückkäufen	5
B.	Ausgangslage	6
I.	Historische Entwicklungen zwischen Erlaubnis und Verbot.....	6
II.	10%-Grenze beim Erwerb nach § 65 Abs 1 Z 8 AktG.....	7
III.	Übernahmerecht	8
IV.	Marktmissbrauchsrecht	9
C.	Forschungslücke und methodischer Ansatz.....	9
I.	Rechtsgrundlagen.....	10
II.	Agenturkonflikt mit dem Vorstand	11
III.	Agenturkonflikt zwischen Gesellschaftern	11
IV.	Marktmissbrauchsrecht	12
V.	Interessen anderer <i>stakeholder</i> und „ <i>short-termism</i> “	12
VI.	Nichtigkeitssanktion und Rückabwicklung.....	13
VII.	Rechtstatsachenforschung	14
D.	Forschungsfragen (Auswahl).....	14
E.	Vorläufiges Literaturverzeichnis (Auswahl).....	15
F.	Vorläufiger Zeitplan.....	17

A. Aktualität, gesellschaftliche Relevanz und zentrale Probleme

Die Leitungsorgane von Kapitalgesellschaften stehen bei der Entscheidung über die Gewinnverwendung vor der grundsätzlichen Entscheidung, ob mit dem unternehmerischen Ergebnis weiter im Unternehmen gewirtschaftet wird oder ob es an Aktionäre zurückfließen soll. Im zweiten Fall stellt sich die Frage, wie diese Weitergabe des Gewinns rechtlich strukturiert werden soll. Zur Wahl stehen die Alternativen einer Dividendenzahlung oder eines Erwerbs eigener Anteile. In den Vereinigten Staaten sind sogenannte *buybacks* seit 1997 sogar zur *primären* Ausschüttungsmethode aufgestiegen:¹ Zwischen 2005 und 2016 wurden \$ 4,2 Billionen in Form von *buybacks* bei den S&P 500 Unternehmen an ihre Aktionäre zurückgeführt, was \$ 2,8 Billionen in Dividenden gegenübersteht.² In Europa flossen zwischen 1992 und 2019 € 676 Milliarden in *buybacks*, was beachtliche 21% aller Distributionen ausmacht.³ Auch in Deutschland steigt die Beliebtheit: Im Jahr 2018 wurden in den DAX und MDAX-Unternehmen seit der Wirtschaftskrise ein neuer Höchstwert iHv € 9,5 Milliarden verzeichnet.⁴ Zum genauen Umfang gibt es in Österreich keine öffentlichen Daten,⁵ doch wird das Instrument auch am heimischen Markt eingesetzt.⁶ Beispielsweise erwarb die Immofinanz

¹ *S&P Dow Jones Indices*, Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices in the U.S. Market, März 2020, 2, https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/research/research-sp-examining-share-repurchases-and-the-sp-buyback-indices.pdf?force_download=true. Siehe auch *Ernst & Young/European Commission*, Study on directors' duties and sustainable corporate governance, Juli 2020 (<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>) 16: "When considering the two components of pay-outs, dividends and buybacks, there has been a gradual decrease of importance of the former and a rise of the latter."

² In diesem Zeitraum wurden inklusive Dividenden insgesamt \$ 7 Billionen ausgeschüttet, *Fried/C. Wang*, Short-Termism and Capital Flows, *The Review of Corporate Finance Studies*, Vol 8 (1) (2019) 207 (212). Allein *Apple, Inc.* erwarb in den letzten 10 Jahren (2012 bis 2021) mehr als \$ 464 Milliarden eigener Anteile, demgegenüber wurden Dividenden iHv ca. \$ 117 Mrd ausgeschüttet, siehe *Apple Inc.*, Apple Return of Capital and Net Cash Position, https://s2.q4cdn.com/470004039/files/doc_financials/2021/q4/Q4'21-Return-of-Capital-Timeline.pdf, zuletzt abgerufen am 11.11.2021.

³ So wurden € 2,5 Billionen Dividenden ausgeschüttet, *Fried/C. Wang*, Short-Termism, Shareholder Payouts, and Investment in the EU (October 9, 2020), *European Financial Management* Vol 27 (3) (2021) 389 (391).

⁴ *Statista*, Volumina der Aktienrückkäufe der DAX- und MDAX-Unternehmen von 2005 bis 2020, <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1114068/umfrage/volumina-der-aktienrueckkaeufe-der-dax-und-mdax-unternehmen/>, zuletzt abgerufen am 11.11.2021.

⁵ Aus diesem Grund plant der *Verfasser*, im Rahmen des Dissertationsprojekt empirische Daten zu sammeln, auszuwerten und zu veröffentlichen.

⁶ So gab es zwischen 1998 und 2010 in Österreich 54 *buyback announcements* von 37 börsennotierten Unternehmen, *Manconi/Peyer/Vermaelen*, Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Value? Evidence from Buybacks around the World, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 54 (5) (2019), 1899 (1907). Deutschland verzeichnete im selben Zeitraum 210 *announcements* von 166 börsennotierten Unternehmen, *ibd*.

AG⁷ zwischen 2018 und 2019 8,7%, die BAWAG Group AG⁸ Ende 2019 10,86%, die Wienerberger AG⁹ im Jahr 2020 1% und die ANDRITZ AG¹⁰ zwischen März und September 2020 0,64% ihrer eigenen Aktien für respektive € 219, € 400, € 20 und € 18 Millionen.

I. Wirtschaftlicher Hintergrund und Interessenlage

Prima facie wirkt diese Ausschüttungsform kontraintuitiv, da sie wie „Kannibalismus“¹¹ an der eigenen Beteiligungsstruktur der AG wirkt. Die Motivation zu Rückkäufen liegt aus Sicht der AG und der Aktionäre zunächst in steuerlichen Vorteilen begründet.¹² Allerdings gehen die wirtschaftlichen Motive über bloß steuerschonende Gestaltung hinaus: So wird in der Literatur eine Reihe unterschiedlicher Ziele genannt, wie (überflüssigen) freien Cashflow rasch an Aktionäre auszuzahlen, Marktsignale zu senden, die Kapitalstruktur zu verändern, Verteidigungslinien gegen (feindliche) Übernahme aufzubauen und direkte oder indirekte Mitarbeiterbeteiligungen zu ermöglichen.¹³

Der volkswirtschaftliche Mehrwert dieser *buybacks* wird von einigen Stimmen jedoch grundlegend in Frage gestellt, etwa weil diese bloß Aktienpreise in die Höhe treiben würden

⁷ IMMOFINANZ AG, <https://immofinanz.com/de/investor-relations/aktie/ruckerwerb-verauserung-eigener-aktien>, zuletzt abgerufen am 11.11.2021.

⁸ Bawag Group AG, <https://www.bawagroup.com/linkableblob/BAWAGGROUP/479238/99a9abb1edc9d81a08c6690929ab0bcc/report-data.pdf>; <https://www.bawagroup.com/linkableblob/BAWAGGROUP/478548/c092f317f08edc010d3d7b6006e5f722/20191018-bawag-group-ad-hoc-release-data.pdf>; <https://www.bawagroup.com/linkableblob/BAWAGGROUP/484028/5022cfcfd6b187f883d7df10c617f7a5/results-data.pdf>, zuletzt abgerufen am 11.11.2021.

⁹ Wienerberger AG, <https://www.wienerberger.com/de/investoren/aktie.html>, zuletzt abgerufen am 11.11.2021.

¹⁰ ANDRITZ AG, ANDRITZ terminates share buy-back as planned, <https://www.andritz.com/resource/blob/370182/43354011fc6619274b212f03decf429c/pi-beendigung-aktienrueckkauf-05-10-2020-e-data.pdf>, zuletzt abgerufen am 11.11.2021.

¹¹ So *Charlie Munger*, www.forbes.com/sites/fjanetnovack/2016/12/22/move-over-small-dogs-of-the-dow-here-come-the-uber-cannibals/.

¹² Siehe nur *Coffee*, The European Commission Considers “Short-Termism” (and “What Do You Mean by That?”), Columbia Law School Blue Sky Blog, 16.11.2020, <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/11/16/the-european-commission-considers-short-termism-and-what-do-you-mean-by-that/>; Gegenüber Dividenden brachten Rückkäufe in Österreich zunächst vor dem Anschaffungsjahr 2011 eine gänzliche Steuerneutralität: Der durch den Rückkauf – wohlgemerkt: potenziell – gesteigerte Kaufpreis unterlag, nach Veräußerung, im Gegensatz zu Dividenden als Substanzgewinn keiner Kapitalertragssteuer, siehe nur *Marschner in Jakom*, EStG 2020¹³ (2020) § 27 Rz 121 ff; für alle nach dem *buyback* verbleibenden Aktionäre bleibt jedoch auch seither ein steuerlicher Vorteil in Form des Stundungseffekts, da Kursgewinne erst bei Realisierung besteuert werden, siehe zur Realisierung *Marschner in Jakom*, EStG 2020¹³ (2020) § 27 Rz 131.

¹³ Siehe nur *Hsieh/Q. Wang*, Stock Repurchases Theory and Evidence (April 2009) 36 (ssrn.com/abstract=1395943).

und Leitungsorgane große Anteile ihrer Vergütung durch Aktienpakete erhielten.¹⁴ Zu viel des verfügbaren Kapitals werde nicht langfristig zum Wohl der Gesellschaft investiert, sondern verschwinde in übermäßigen Distributionen wie Aktienrückkäufen, sei es aus mangelnden Investitionsmöglichkeiten bzw fehlendem Investitionsanreiz,¹⁵ sei es infolge Druckausübung durch aktivistische Investoren mit kurzfristigen Renditezielen.¹⁶ Mithin beschäftigten sich in jüngerer Zeit auch das U.S. House of Representatives,¹⁷ und die Europäische Kommission¹⁸ mit den ökonomischen Auswirkungen von Rückkäufen.

II. Risiken von Rückkäufen

Rückerwerbe bringen für alle *stakeholder* einer Gesellschaft potenzielle Gefahren mit sich: *Gläubiger* der Gesellschaft tragen ein Bonitätsrisiko aufgrund des Kapitalabflusses und des „doppelten Verlustrisikos“, da sich Verluste der Gesellschaft überdies im Wert der eigenen Aktien auswirken.¹⁹ *Gesellschafter* unterliegen insbesondere bei Rückerwerben, die nicht über den offenen Markt erfolgen, der Gefahr einer Ungleichbehandlung und des Kontrollverlusts durch eine Verschiebung der Kompetenzverteilung in Richtung der Unternehmensleitung.²⁰ *Anleger* und der funktionierende *Markt* als solcher könnten durch nachteiligen Einsatz von Insiderwissen und Kursmanipulation geschädigt werden.²¹ Darüber hinaus ist es ein *gesellschaftspolitisches* Anliegen, dass sich Gesellschaften nicht zu eigentümerlosen, „stiftungsähnliche[n] Anstalt[en]“ entwickeln.²²

¹⁴ Lazonick, Profits Without Prosperity, Harvard Business Review 2014, 92 (9), 46 (46 f).

¹⁵ Kahle/Stulz, Is the US Public Corporation in Trouble? Journal of Economic Perspectives (2017) 31 (3), 67 (81).

¹⁶ Lipton, Some Thoughts For Boards Of Directors In 2016, 9.12.2015, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/12/09/some-thoughts-for-boards-of-directors-in-2016/>.

¹⁷ Siehe etwa Fried, Examining Corporate Priorities: The Impact of Stock Buybacks on Workers, Communities, and Investment, Hearing Before the Committee on Financial Services Subcommittee on Investor Protection, Entrepreneurship, and Capital Markets, United States House of Representatives, 7.10.2019, 8 (<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3474175>).

¹⁸ Ernst & Young/European Commission, Study on directors' duties and sustainable corporate governance. Kritisch etwa Coffee, The European Commission Considers “Short-Termism” (and “What Do You Mean by That?”).

¹⁹ Hügel, Anm zu 6 Ob 33/11p, GesRZ 2011, 361 (364); Karollus in Artmann/Karollus, AktG I⁶ § 65 (Stand 1.5.2018, rdb.at) Rz 2.

²⁰ Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss § 65 Rz 1.

²¹ Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss § 65 Rz 1.

²² Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss § 65 Rz 1.

B. Ausgangslage

I. Historische Entwicklungen zwischen Erlaubnis und Verbot

Die Regulierung des Erwerbs eigener Anteile mäandert seit eineinhalb Jahrhunderten zwischen Erlaubnis und Verbot. Im AHGB 1861 war der Rückerwerb noch nicht geregelt, mithin auch nicht beschränkt, sofern die Aktien danach eingezogen wurden – ein Verbot konnte jedoch in die Satzung aufgenommen werden.²³ Eine gesetzliche Regelung erfuhr der Erwerb eigener Anteile erst 1938.²⁴ Die Regelung selbst ist, so wie weite Teile des österreichischen AktG, ein „legal transplant“²⁵ aus dem deutschen AktG, welches eine bis ins 19. Jahrhundert reichende Geschichte aufweist: Nachdem lange bloß Einzelfallkontrollen durch die Konzessionsbehörden erfolgt waren, verbot die deutsche Aktienrechtsnovelle 1870 den Erwerb eigener Aktien zur Gänze.²⁶ Bald erfolgte jedoch eine erneute Liberalisierung (im Jahr 1884), woraufhin Rückkäufe wieder verstärkt eingesetzt wurden; diese erreichten ihren Zenit in der Wirtschaftskrise 1929, als insbesondere Großbanken wesentliche Teile ihrer eigenen Aktien zur Kursunterstützung erwarben.²⁷ Eine Notverordnung aus 1931²⁸ brachte wieder ein scharfes Verbot mit sich, das weitgehend Eingang in das deutsche Aktiengesetz 1937 fand.²⁹ Das österreichische AktG 1965 übernahm diesen Inhalt zum Großteil. Reformen zeichneten sich erst kurz vor der Jahrtausendwende ab, insbesondere aufgrund europäischer und kapitalmarktpolitischer Entwicklungen,³⁰ denn vor dem EU-GesRÄG war etwa eine generelle Erwerbsgenehmigung der HV in Österreich nicht möglich.³¹ Dieser Liberalisierungsschub führte schließlich zur aktuellen Rechtslage:

²³ *Pollitzer*, Das österreichische Handelsrecht (1895) 258 mwN; *Kalss/Burger/Eckert*, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts: Geschichte und Materialien (2002) 94.

²⁴ *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG³ (2021) § 65 Rz 3 mwN zu letztendlich nicht verabschiedeten Entwürfen.

²⁵ Dazu grundlegend *Watson*, Legal Transplants: An Approach to Comparative Law (1974).

²⁶ *Bezenberger*, Erwerb eigener Aktien durch die AG (2002) Rz 23 f mwN auch zur Kritik und Einschränkung dieser radikalen Regelung durch Lehre und Rsp; Art 215 Abs 3 AHGB idF von 1870.

²⁷ *Bezenberger*, Erwerb eigener Aktien, Rz 25 f mwN; *Maltschew*, Weltwirtschaftskrise, Aktienskandale und Reaktionen des Gesetzgebers durch Notverordnungen im Jahre 1931, in *Bayer/Habersack* (Hrsg), Aktienrecht im Wandel I (2007) Kap 14 Rz 13 ff.

²⁸ VO des Reichspräsidenten über Aktienrecht u.a. v. 19.9.1931, RGBI I, 493, wonach der Erwerb nur mehr im Weg der Einkaufskommission sowie eingeschränkt bis 10% des Grundkapitals zur endgültigen Einziehung oder zur Abwendung eines schweren Schadens erlaubt war.

²⁹ *Bezenberger*, Erwerb eigener Aktien, Rz 26.

³⁰ So *Kalss* in *MüKo AktG*⁵ § 71 Rz 405.

³¹ *Kalss*, Die Bedeutung der Publizitäts-, Kapital-, Zweigniederlassungs- und Einpersonengesellschaftsrichtlinie der Europäischen Union für das Österreichische Gesellschaftsrecht (AG und GmbH), in *Koppensteiner* (Hrsg), Österreichisches und europäisches Wirtschaftsprivatrecht, Teil 1: Gesellschaftsrecht (1994) 254.

In Österreich werden die Regeln zum Erwerb eigener Anteile bei den Kapitalgesellschaften auf dem Spektrum von der GmbH bis hin zur börsennotierten AG immer liberaler: Während der Erwerb eigener Anteile bei der GmbH nach § 81 GmbHG nur sehr eingeschränkt zulässig ist,³² bietet das AktG in § 65 Abs 1 Z 1 bis 7 für alle AG weitere Ausnahmen vom grundsätzlichen Verbot. Bei der *börsennotierten*³³ AG gehen die Erlaubnisse noch weiter, denn auch ein zweckneutraler Erwerb ist nach § 65 Abs 1 Z 8 AktG grundsätzlich zulässig und wird bloß durch einzelne Ausnahmen eingeschränkt.³⁴ Auf Grund einer bis zu 30 Monaten gültigen Ermächtigung der Hauptversammlung dürfen eigene Aktien erworben werden. Bloß der *Handel* in eigenen Aktien³⁵ ist nach S 2 *leg cit* als Erwerbzzweck ausgeschlossen, also insbesondere wiederholte An- und Verkäufe mit Gewinnerzielungsabsicht.³⁶

II. 10%-Grenze beim Erwerb nach § 65 Abs 1 Z 8 AktG

Trotz der erläuterten beachtlichen Liberalisierung enthält der praktisch wichtigste Erwerbstatbestand für börsennotierte AGs, nämlich der zweckneutrale Erwerb gemäß § 65 Abs 1 Z 8 AktG, nach Abs 2 S 1 *leg cit* eine wesentliche Einschränkung: Die erworbenen Aktien dürfen 10% des Grundkapitals nicht übersteigen. Diese Grenze³⁷ geht, soweit ersichtlich, noch auf die deutsche NotVO aus 1931 zurück.³⁸ Sie findet sich jedoch auch im Europarecht wieder: Im Kommissionsvorschlag der Zweite Richtlinie war noch eine Höchstgrenze von 25% angedacht worden,³⁹ in der finalen Version blieb es jedoch bei 10%.⁴⁰

³² Zulässig ist ein Erwerb etwa im Exekutionswege zur Hereinbringung eigener Forderungen sowie in Anwendung der Bestimmungen zum Erwerb eigener Aktien: unentgeltlich, via Gesamtrechtsnachfolge und zur Entschädigung von Minderheitsgesellschaftern. Vgl auch den Vergleich GmbH/AG bei *Bauer/Zehetner* in *Straube/Ratka/Rauter*, WK GmbHG § 81 (Stand 1.12.2017, rdb.at) Rz 12 ff.

³³ Im Sinne des § 3 AktG, mithin beispielsweise an der Wiener Börse der Amtliche Handel, nicht aber der Vienna MTF (vormals: Dritter Markt), *Heidinger/Schneider* in *Artmann/Karollus* § 3 Rz 2.

³⁴ *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Österreichisches Gesellschaftsrecht² (Stand 1.6.2017, rdb.at) Rz 3/1005, die daher auch von einem „geteilten Regime“, abhängig von der Börsennotierung, spricht. Vgl auch *Karollus* in *Artmann/Karollus* § 65 Rz 4, der in den Raum stellt „ob nun aus praktischer Sicht noch das Verbot die Regel oder aber bereits die Ausnahme ist“.

³⁵ Dieser steht nach § 65 Abs 1 Z 7 nur Kreditinstituten aufgrund einer entsprechenden Ermächtigung durch die Hauptversammlung zu, *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* § 65 Rz 72.

³⁶ Siehe nur *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* § 65 Rz 63.

³⁷ Die Erwerbstatbestände nach § 65 Abs 1 Z 1, 4 und 7 AktG unterliegen ebenfalls dieser Grenze.

³⁸ *Oechsler*, Die Änderung der Kapitalrichtlinie und der Rückerwerb eigener Aktien, ZHR 170 (2006) 72 (73); *Eckert/Schopper/Schmidt* in *Eckert/Schopper*, AktG-ON^{1.00} § 65 Rz 1 (Stand 1.7.2021, rdb.at).

³⁹ Art 18 Abs 1 lit d des Vorschlags einer zweiten Richtlinie (EG) des Rates zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, ABl C 1970/48, 8.

⁴⁰ Art 19 Abs 1 lit b Zweite Richtlinie des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des

Mit der Novelle von 2006⁴¹ wurde die 10%-Grenze zu einer bloßen Option für die Mitgliedsstaaten,⁴² lebte jedoch als Untergrenze in Art 60 Abs 1 UAbs 2 lit a E 2. GesR-RL fort.⁴³ Weder Deutschland noch Österreich nutzten den erweiterten Regelungsspielraum und manche Lehrstimmen sprechen sogar von der „10%-Grenze als allgemeine Wertung“⁴⁴. Das ist insbesondere im Vergleich zu angloamerikanischen Rechtskreisen sehr restriktiv, denn in den USA besteht ein großer Spielraum beim Erwerb eigener Anteile⁴⁵ und auch in England gibt es keine Obergrenze für die Anzahl der *treasury shares* (mehr), da es den neuen europarechtlich geschaffenen Gestaltungsspielraum ausnützte.⁴⁶

III. Übernahmerecht

Die Übernahmekommission⁴⁷ wendet das ÜbG auch auf öffentliche Angebote zum Rückkauf eigener Aktien an, weil der Wortlaut des § 2 ÜbG offenlässt, wer (d.h. ein Dritter oder die Gesellschaft selbst) das öffentliche Angebot abzugeben habe und aus ihrer Sicht auch keine anderen Argumente dagegen sprechen.⁴⁸ Der VfGH⁴⁹ bestätigte dies. Ein – wie sonst in Übernahmekonstellationen übliches – dreipersonales Verhältnis sei nicht zwingend notwendig und das Ziel des Minderheitenschutzes werde nur durch Anwendung des ÜbG erreicht.⁵⁰ Dieser Ansicht folgt die herrschende Lehre.⁵¹

Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten (RL 77/91/EWG), ABI L 1977/26, 1.

⁴¹ RL 2006/68/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 6.9.2006 zur Änderung der RL 77/91 EWG über die Gründung der Aktiengesellschaft sowie die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals, ABI L 2006/264, 32.

⁴² Lutter/Bayer/J. Schmidt, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht (2017) § 19 GesRRL II Die frühere Kapital-RL (KapRL) Rz 19.126; Habersack/Verse, Europäisches Gesellschaftsrecht⁵ (2019) § 6 Rn 64.

⁴³ So Lutter/Bayer/J. Schmidt § 19 Rz 19.134.

⁴⁴ So Karollus in Artmann/Karollus § 65, Überschrift zu Rz 11; Gegen eine prozentuale Beschränkung etwa Escher-Weingart, Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht (2000) 285.

⁴⁵ Armour/Enriques/Hansmann/Kraakman in Armour/Enriques et al. (Hrsg), The Anatomy of Corporate Law³ (2017) 66. Vgl auch § 6.31. Model Business Corporation Act (December 2020), https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/2020_mbca.pdf und § 160 DGCL für Delaware.

⁴⁶ So wurde im Jahr 2009 Sec 725 CA 2006, der bis dahin die Grenze postulierte, wieder aufgehoben, siehe Davies/Worthington, Gower's Principles of Modern Company Law¹⁰ (2016) Rz 13-25.

⁴⁷ ÜbK v 4.6.1999, GZ 1999/2/4-7, abgedruckt bei Dregger/Kalss/Winner, Das österreichische Übernahmerecht² (2007) 559 ff.

⁴⁸ ÜbK v 4.6.1999, GZ 1999/2/4-7; VfGH 12.12.2000, B2010/99 = ZfV 2002, 151.

⁴⁹ VfGH 12.12.2000, B2010/99 = ZfV 2002, 151.

⁵⁰ So VfGH 12.12.2000, B2010/99 = ZfV 2002, 151; Kritisch Nowotny, Kapitalmarkt und Aktienrückerwerb – Das österreichische Aktienrückerwerbsgesetz 1999, in FS Lutter (2000) 1513 (1522).

⁵¹ Dregger/Kalss/Winner, Übernahmerecht, Rz 55 f; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (2015) § 24 Rz 29; jeweils mwN; Winner, Angebote zum Erwerb eigener Aktien und Übernahmerecht, Festschrift für Josef Aicher (2012) 879 (894); kritisch etwa Nowotny in FS Lutter 1522.

IV. Marktmissbrauchsrecht

Im Hinblick auf einen möglichen Marktmissbrauch können Rückkäufe sowohl zu verbotenen Insiderhandel als auch zu Kursmanipulation führen.⁵² So wurden etwa in Deutschland signifikante Überrenditen nach Rückkaufankündigung nachgewiesen.⁵³ Art 5 MAR bietet für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen eine Bereichsausnahme (*safe harbor*)⁵⁴ von den Insiderverboten nach Art 14 und den Marktmanipulationsverboten nach Art 15 MAR,⁵⁵ weil diese Maßnahmen nach Ansicht des europäischen Gesetzgebers aus wirtschaftlichen Gründen gerechtfertigt sein können.⁵⁶ Diese Bereichsausnahme spielt in der Praxis eine wichtige Rolle,⁵⁷ erfasst jedoch nicht die Ad-hoc-Publizitätspflichten.⁵⁸ Wurden die Voraussetzungen des Art 5 MAR nicht eingehalten, muss in einem weiteren Schritt⁵⁹ geprüft werden, ob Artt 14 oder 15 MAR erfüllt sind.⁶⁰

C. Forschungslücke und methodischer Ansatz

Die geplante Dissertation soll *erstens* durch den inhaltlichen Fokus einen bisher fehlenden Beitrag leisten: Zum praktisch wichtigsten Anwendungsfall, der *börsennotierten* AG, liegt in Österreich bis dato keine Monographie vor.⁶¹ Der Erwerb eigener Aktien ist aufgrund seiner breiten Wirkung in ein komplexes Netz von Rechtsquellen eingebunden, nämlich nationales und europäisches Gesellschaftsrecht, nationales und europäisches Kapitalmarktrecht, jeweils

⁵² So auch *Bayer/Hoffmann/Weinmann*, Kapitalmarktreaktionen bei Ankündigung des Rückerwerbs eigener Aktien über die Börse, Eine empirische Studie vor dem Hintergrund der reformierten Kapitalrichtlinie, ZGR 2007, 457 (462 f).

⁵³ *Bayer/Hoffmann/Weinmann*, ZGR 2007, 469.

⁵⁴ In den USA bringt Rule 10b-18 der SEC auch einen *safe harbor* wenn bestimmte Regeln eingehalten werden, *Fried*, Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases, 93 California Law Review, 1323 (1341 f).

⁵⁵ *Klöhn* in *Klöhn*, Marktmissbrauchsverordnung (2018) Art 5 Rz 1 f; *Kalss* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, BörseG/MAR (2019) MAR, Art 5 Rz 1.

⁵⁶ ErwG 12 MAR.

⁵⁷ *Kalss* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, MAR Art 5 Rz 1; *Klöhn* in *Klöhn*, MAR Art 5 Rz 3; *Palma*, in *Gruber* (Hrsg), BörseG 2018/MAR II (2020) MAR Art 5 Rz 3.

⁵⁸ *Kalss* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, MAR Art 5 Rz 6; *Klöhn* in *Klöhn*, MAR Art 5 Rz 16.

⁵⁹ Auch Art 13 MAR käme grundsätzlich in Frage, doch hat die FMA bisher Rückkäufe nicht als entsprechend zulässige Marktpraxis erklärt, *Kalss* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, MAR Art 5 Rz 6 und Art 13 Rz 29.

⁶⁰ *Kalss* in *Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner*, MAR Art 5 Rz 3. Dahingehend klarstellend auch ErwG 11 der MAR: „Der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Maßnahmen zur Stabilisierung des Kurses von Finanzinstrumenten, für die die Ausnahmen nach dieser Verordnung nicht gelten, sollten nicht bereits als solcher als Marktmissbrauch gewertet werden.“

⁶¹ Siehe aber *Gasser*, Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbes in England, Österreich und Deutschland, Rechtsvergleichende Analyse und alternative Regelungsansätze (2009) speziell zur finanziellen Unterstützung.

angrenzendes Zivilrecht sowie in Österreich auch Übernahmerecht. Das Thema kann daher nur holistisch und fächerübergreifend an der Schnittstelle dieser Rechtsbereiche erörtert werden. So kann die Dissertation insbesondere einen Beitrag zu den entsprechenden Bestimmungen der MAR leisten kann.⁶² *Zweitens* soll die Arbeit durch die angewendeten Methoden und eine funktionale Betrachtung neue Erkenntnisse gewinnen. Neben dem Methodenkanon der juristischen Hermeneutik sollen Rechtstatsachenforschung, Rechtsökonomie sowie Rechtsvergleichung herangezogen werden, um die europäischen und nationalen Regeln auszulegen. Inhaltlich gilt es, Forschungslücken insbesondere in folgenden Themenbereichen zu schließen: Rechtsgrundlagen (unter I.), Agenturkonflikt mit dem Vorstand (II.), Agenturkonflikt zwischen Gesellschaftern (III.), Marktmissbrauchsrecht (IV.), Interessen anderer *stakeholder* (V.), Nichtigkeitssanktion und Rückabwicklung (VI.), sowie Rechtstatsachenforschung (VII.).

I. Rechtsgrundlagen

Im Bereich des Übernahmerechts soll untersucht werden, ob das ÜbG (teilweise) anzuwenden ist, wobei auch internationale Problemlösungen fruchtbar gemacht werden sollen. Während das schweizerische Übernahmerecht auf öffentliche Angebote eigener Aktien grundsätzlich anwendbar ist,⁶³ machte Deutschland eine Kehrtwende: Ursprünglich wendete die BaFin das WpÜG auf Rückkäufe an, änderte jedoch 2006 ihre Meinung.⁶⁴ Auch die deutsche hL geht von einer grundsätzlichen Nichtanwendung aus.⁶⁵ Die europäische Übernahme-RL⁶⁶ nimmt in Art 2 Abs 1 lit a ausdrücklich „von der Zielgesellschaft selbst abgegebene“ Angebote von ihrem Anwendungsbereich aus. Deshalb soll die Arbeit insbesondere aus rechtsvergleichender und rechtsökonomischer Sicht neue Impulse zur Frage der Anwendbarkeit des ÜbG liefern.

⁶² Auch die meisten vorliegenden deutschen Monographien entstanden vor der MAR, siehe etwa *Bezenberger*, Erwerb eigener Aktien; *Kitanoff*, Der Erwerb eigener Aktien, Aktienrückkäufe und Interessen der Gläubiger, Aktionäre und des Kapitalmarkts (2008).

⁶³ *Tschäni/Iffland/Diem*, in *Watter/Vogt* (Hrsg), Basler Kommentar zum Börsengesetz und Finanzmarktaufsichtsgesetz² (2011) BEHG Art 22 Rz 16; UEK-Rundschreiben Nr. 1: Rückkaufprogramme vom 27. Juni 2013, Revision 2015 (Stand 1.1.2016) Rz 1 (<https://www.takeover.ch/legaltexts/detail/id/233>); Vgl auch *Nowotny* in FS Lutter 1521.

⁶⁴ *BaFin*, Mitteilung vom 9.8.2006, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsentscheidung/WA/ae_060809_rueckerwerb.html.

⁶⁵ MwN etwa *Wackerbarth*, MüKo AktG⁴ (2017) WpÜG § 2 Rz 23.

⁶⁶ RL (EG) 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote, ABI L 2004/142, 12.

II. Agenturkonflikt mit dem Vorstand

Auf den ersten Blick könnte man annehmen, dass der Vorstand zwar bei der Durchführung der Rükckerwerbe eine wichtige Stellung einnimmt, jedoch keine eigenen Interessen verfolgt oder zumindest keine, die von jenen der Aktionäre abweichen. In der Vergangenheit wurde bisher insbesondere die Problematik des Vermischens der Grenzen von Organkompetenzen thematisiert⁶⁷ oder Schadenersatzansprüche nach § 84 Abs 3 Z 3 AktG angesprochen.⁶⁸ Unbehandelt blieb in der Diskussion jedoch der Umstand, dass die Vorstandsvergütung in vielen Fällen an den Aktienpreis gekoppelt sind⁶⁹ und Vorstandsmitglieder oft gleichzeitig Aktionäre sind, womit sie eine Doppelstellung einnehmen. Sie können also ein wesentliches Eigeninteresse haben, den Aktienkurs zu steigern, etwa um einen Bonus auszulösen.⁷⁰ Deshalb soll die Arbeit prüfen, ob das aktuelle Regelwerk opportunistisches Verhalten des Vorstandes verhindern kann. Fraglich ist etwa, inwieweit die zwingende Ermächtigung der HV diesen Gefahren entgegenwirkt, wenn doch „Vorratsermächtigungen“ üblich und weit verbreitet sind.⁷¹

III. Agenturkonflikt zwischen Gesellschaftern

Grundsätzlich sichert der Verweis von § 65 Abs 1b HS 1 auf § 47a AktG auch beim Erwerb eigener Aktien eine Gleichbehandlung der Gesellschafter und vermeidet eine Übervorteilung von Minderheitsgesellschaftern. Dennoch bestehen Gefahren für Minderheitsgesellschafter, etwa weil durch Rückkäufe die relative Beteiligung von Großaktionären wachsen kann oder –

⁶⁷ *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* § 65 Rz 1: „Gefährdung der Corporate Governance (Kompetenzverteilung und Einflussnahme auf Entscheidungen)“; *Karollus* in *Artmann/Karollus* § 65 Rz 3: „Bei eigenen Aktien entfällt der grundsätzliche Gegensatz zwischen Verwaltung und Aktionären, vielmehr würden die Rechte aus diesen Aktien von der AG selbst – dh von der Verwaltung – ausgeübt, die sich dann selbst kontrollieren würde.“

⁶⁸ *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* § 65 Rz 153; *Karollus* in *Artmann/Karollus* § 65 Rz 87.

⁶⁹ So ist etwa 30% der DAX-Vorstandsvergütung an den Aktienpreis gekoppelt, https://www.zeit.de/wirtschaft/boerse/2019-06/deutsche-boersenliga-dax-konzerne-vorstaende-gehalt-gehaltsschere?utm_referrer=https%3A%2F%2Fwww.google.com; siehe allgemein zu aktienbasierter Vorstandsvergütung *Kutschera*, Besonderheiten des Vorstands in börsennotierten Gesellschaften, in *Kalss/Frotz/Schörghofer* (Hrsg), Handbuch für den Vorstand (2017) 790 f; generell befindet sich der Vorstand in einem Interessenkonflikt, „wenn die Erreichung der Erfolgsparameter, die zur Zahlung des erfolgsabhängigen Teils der Entlohnung führen, nicht (zur Gänze) deckungsgleich mit dem Unternehmenswohl ist“, *Kunz/Liemberger*, Vorstandstätigkeit und Interessenkonflikte, in *Kalss/Frotz/Schörghofer* 407.

⁷⁰ *Fried*, Examining Corporate Priorities 9. Allgemein und grundlegend zum Agenturkonflikt zwischen Unternehmensleitung und Anteilhabern, *Armour/Hansmann/Kraakman* in *Armour/Enriques et al.*, The Anatomy of Corporate Law 29 f.

⁷¹ *Flossbach von Storch Research Institut*, Aktienrückkäufe im Trend vom 2.7.2018, abrufbar unter https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/fileadmin/user_upload/RI/Studien/files/studie-180802-aktienrueckkaeufe-im-trend.pdf stellte fest, dass 66 der 80 DAX und MDAX Konzerne über eine solche Ermächtigung verfügen.

wie die jüngste OGH-Entscheidung⁷² zum Ruckerwerb veranschaulicht – Rückkäufe gar eingesetzt werden können, um die 90%-Grenze des GesAusG zu erreichen und ein Delisting oder Strukturmaßnahmen vorzubereiten.

IV. Marktmissbrauchsrecht

Die Bereichsausnahme des Art 5 MAR für Rückkäufe greift (anders als nach dem MAR-Entwurf⁷³) nur, wenn der Ruckerwerb „als seinen einzigen Zweck“ (i) das Kapital reduziert, (ii) aus einem Schuldtitel entstehenden Verpflichtungen, die in Beteiligungskapital umgewandelt werden können, erfüllt oder (iii) Verpflichtungen aus einem Beteiligungsprogramm für Mitarbeiter oder Organe erfüllt.⁷⁴ Das führt zur Frage, wann ein Rückkaufprogramm, das einen anderen Zweck verfolgt (oder aus anderen Gründen Art 5 MAR nicht entspricht), gegen das allgemeine Insiderhandel- und Marktmanipulationsverbot verstößt, was insbesondere den praxisrelevanten zweckneutralen Erwerb nach § 65 Abs 1 Z 8 AktG betrifft. In diesem Zusammenhang soll überdies untersucht werden, ob die vorhandenen Offenlegungspflichten „indirektes Insidertrading“⁷⁵ vermeiden, was dem System in ausländischen Rechtsordnungen, insbesondere den USA, gegenübergestellt wird. Zu erörtern ist auch *false signalling*⁷⁶ durch Ankündigung eines Rückkaufprogramms mit dem Zweck der Kurssteigerung, das jedoch tatsächlich nie durchgeführt werden soll.

V. Interessen anderer *stakeholder* und „*short-termism*“

Rückkäufe wurden von *Lazonick*⁷⁷ mit dem Argument in die Diskussion zu „*short-termism*“ am Kapitalmarkt eingeführt, dass aufgrund der Anreize für Leitungsorgane übermäßige Distributionen, inklusive *buybacks*, statt Investitionen eingesetzt würden,⁷⁸ etwa befeuert durch Druckausübung vonseiten aktivistischer Investoren mit kurzfristigen Renditezielen.⁷⁹ Einen ähnlichen Ansatz zeigte die erwähnte von der Europäischen Kommission in Auftrag

⁷² OGH 23.4.2020, 6 Ob 56/20h.

⁷³ Siehe Art 3, Vorschlag für Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) KOM (2011) 651 endg; *Palma*, in *Gruber*, MAR Art 5 Rz 13.

⁷⁴ Art 5 Abs 2 MAR.

⁷⁵ Dazu und zum Problem in den USA *Fried*, *Examining Corporate Priorities* 8.

⁷⁶ Dazu *Fried*, *Examining Corporate Priorities* 9.

⁷⁷ *Lazonick*, *HBR* 2014, 92 (9), 46 f.

⁷⁸ *Kahle/Stulz*, *Is the US Public Corporation in Trouble?* *Journal of Economic Perspectives* (2017) Vol 31 (3) 81.

⁷⁹ *Lipton*, *Some Thoughts For Boards Of Directors In 2016*, 9.12.2015, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/12/09/some-thoughts-for-boards-of-directors-in-2016/>.

gegebene Studie⁸⁰ vom Juli 2020, die einen Schwerpunkt auf *buybacks* als Teil der Distributionen legte.⁸¹ Nachdem es ein erklärtes Ziel des Gesetzgebers ist, „*short-termism*“ am Kapitalmarkt einzudämmen,⁸² ist in Bezug auf den Rükckerwerb eigener Anteile zu prüfen, ob und wie sich diese Diskussion auf die Auslegung der entsprechenden Normen auswirkt.

VI. Nichtigkeitssanktion und Rückabwicklung

Die praktische Relevanz der Frage nach der Rechtsfolge *fehlerhafter* Rükckerwerbe über die Börse veranschaulicht das Beispiel *Wirecard*: Drei Tage nachdem im Oktober 2019 neuerliche Vorwürfe der Bilanzfälschung hervorkamen und KPMG begann, an einem Sonderbericht zu arbeiten,⁸³ initiierte der Vorstand ein Aktienrückkaufprogramm basierend auf einer HV-Ermächtigung vom 20.6.2017.⁸⁴ Selbst nachdem KPMG im Sonderbericht am 28.4.2020 bekanntgab, den Großteil der Gewinne der letzten Jahre nicht verifizieren zu können,⁸⁵ erwarb *Wirecard* weitere eigene Aktien iHv ca. € 30 Millionen.⁸⁶ Dieses Vorgehen schmälerte nicht nur die Insolvenzmasse, sondern erzeugte auch verzerrende Marktsignale.

§ 65 Abs 4 AktG ordnet für Verstöße gegen Abs 1 bis 2 *leg cit* in Durchbrechung des Prinzips der kausalen Tradition (§ 380 ABGB) eine Unwirksamkeit des schuldrechtlichen Geschäfts bei gleichzeitiger Wirksamkeit des Verfügungsgeschäfts an.⁸⁷ Die Leistungen sind kondizierbar, wobei umstritten ist, ob diese Kondiktion bloß der Gesellschaft oder auch dem Aktionär zusteht.⁸⁸ Jedenfalls fraglich ist, wie in der Praxis die Rückabwicklung bei fehlerhaften Rükckerwerben über die Börse zu erfolgen hat, da hier eine spezifische Zuordnung zwischen

⁸⁰ *Ernst & Young/European Commission*, Study on directors' duties and sustainable corporate governance.

⁸¹ *Ernst & Young/European Commission*, Study on directors' duties and sustainable corporate governance; siehe etwa 1 f, wonach *buybacks* zu kategorisieren seien als "Corporate governance regulatory framework [...] and market practice [...] that might explain the orientation of companies towards sustainability or short-termism."

⁸² Vgl Grünbuch Europäischer Corporate Governance-Rahmen, KOM(2011) 164 end 13 f; ErWG 15 der Aktionärsrechte-RL 2017: „(...) zudem gibt es klare Anhaltspunkte dafür, dass die Kapitalmärkte oft Druck auf Gesellschaften ausüben, damit diese kurzfristig Erfolge liefern, was die langfristige finanzielle und nichtfinanzielle Leistung von Gesellschaften gefährden und neben anderen negativen Auswirkungen auch suboptimale Investitionen, beispielsweise in Forschung und Entwicklung, zu Lasten des langfristigen Unternehmenserfolgs und der Anleger zur Folge haben kann“.

⁸³ <https://www.ft.com/content/284fb1ad-ddc0-45df-a075-0709b36868db>.

⁸⁴ <https://ir.wirecard.com/websites/wirecard/English/5110/news-detail.html?newsID=1838089&fromID=2000>.

⁸⁵ <https://www.ft.com/content/284fb1ad-ddc0-45df-a075-0709b36868db>.

⁸⁶ <https://ir.wirecard.com/websites/wirecard/English/2000/share.html#sharebuyback>.

⁸⁷ *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* § 65 Rz 150 spricht von einer „in den Auswirkungen nicht ganz durchdachten Übernahme d[utschen] Rechts“.

⁸⁸ Nur die Gesellschaft *Artmann/Karollus* § 65 Rz 82; *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Rz 3/1025; aA *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* § 65 Rz 152.

Käufer- und Verkäufer nicht möglich ist.⁸⁹ Daher ist *de lege ferenda* zu untersuchen, ob die Nichtigkeitssanktion angemessen ist,⁹⁰ und wie *de lege lata* praktikabel mit dieser umzugehen ist.

VII. Rechtstatsachenforschung

Da es in Österreich kaum systematische Daten zu HV-Ermächtigungen, tatsächlich durchgeführten Rückerwerben und gehaltenen eigenen Aktien gibt, sollen im Rahmen des Forschungsprojektes empirische Daten gesammelt und aufgearbeitet werden.⁹¹ Dabei sollen insbesondere Hauptversammlungsbeschlüsse, öffentliche Übernahmeangebote und weitere publizierte Daten analysiert, ausgewertet und für die juristische Argumentation herangezogen werden.

D. Forschungsfragen (Auswahl)

- 1) Auf welche Rechtsgrundlagen stützt sich der Erwerb eigener Anteile durch börsennotierte Gesellschaften?
- 2) Welchem Zweck und wessen Interessen dienen diese Bestimmungen?
- 3) Welche Pflichten treffen dabei die Leitungs- und Aufsichtsorgane?
- 4) Welche (zivilrechtlichen) Folgen haben fehlerhafte Rückerwerbe?
- 5) *De lege ferenda*: Soll der österreichische Gesetzgeber vom durch den europäischen Richtliniengeber erweiterten Spielraum Gebrauch machen?
- 6) Exkurs: Wie ist der Erwerb und/oder Einzug eigenkapitalähnlicher Instrumente, die auf dem offenen Markt handelbar sind, zu behandeln?

⁸⁹ *Escher-Weingart*, Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht (2000) 272; *Escher-Weingart/Kübler*, Erwerb eigener Aktien, Deutsche Reformbedürfnisse und europäische Fesseln? ZHR 1998, 537 (540 f); So auch *Kalss* in *Doralt/Nowotny/Kalss* § 65 Rz 152.

⁹⁰ Für Deutschland zweifelnd etwa *Bezenberger*, Erwerb eigener Aktien, Rz 176.

⁹¹ Vgl für Deutschland mit Daten bis 2013: *J. Eckert*, Der Erwerb eigener Aktien auf dem Prüfstand der Rechtstatsachenforschung (2013).

E. Vorläufiges Literaturverzeichnis (Auswahl)

- Armour/Enriques et al.* (Hrsg), *The Anatomy of Corporate Law*³ (2017)
- Artmann/Karollus*, *Aktiengesetz I*⁶ (Stand 1.5.2018, rdb.at)
- Bayer/Habersack* (Hrsg), *Aktienrecht im Wandel I* (2007)
- Bayer/Hoffmann/Weinmann*, *Kapitalmarktreaktionen bei Ankündigung des Rückserwerbs eigener Aktien über die Börse, Eine empirische Studie vor dem Hintergrund der reformierten Kapitalrichtlinie*, *ZGR* 2007, 457
- Bezenberger*, *Erwerb eigener Aktien durch die AG* (2002)
- Coffee*, *The European Commission Considers “Short-Termism” (and “What Do You Mean by That?”)*, *Columbia Law School Blue Sky Blog*, 16.11.2020, <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/11/16/the-european-commission-considers-short-termism-and-what-do-you-mean-by-that/>
- Davies/Worthington*, *Gower's Principles of Modern Company Law*¹⁰ (2016)
- Diregger/Kalss/Winner*, *Das österreichische Übernahmerecht*² (2007)
- Doralt/Nowotny/Kalss*, *Aktiengesetz*³ (2021)
- Eckert/Schopper*, *AktG-ON Kommentar zum Aktiengesetz*^{1.00} (Stand 1.7.2021, rdb.at)
- J. Eckert*, *Der Erwerb eigener Aktien auf dem Prüfstand der Rechtstatsachenforschung* (2013)
- Ernst & Young/European Commission*, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, Juli 2020 (<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>)
- Escher-Weingart*, *Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht* (2000)
- Escher-Weingart/Kübler*, *Erwerb eigener Aktien, Deutsche Reformbedürfnisse und europäische Fesseln?* *ZHR* 1998, 537
- Fried*, *Examining Corporate Priorities: The Impact of Stock Buybacks on Workers, Communities, and Investment*, *Hearing Before the Committee on Financial Services Subcommittee on Investor Protection, Entrepreneurship, and Capital Markets, United States House of Representatives*, 7.10.2019, 8 (<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3474175>)
- Fried*, *Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*, *93 California Law Review*, 1323
- Fried/C. Wang*, *Short-Termism and Capital Flows*, *The Review of Corporate Finance Studies*, Vol 8 (1) (2019) 207
- Goette/Habersack* (Hrsg), *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz I*⁵ (2019)
- Gruber* (Hrsg), *BörseG 2018/MAR II* (2020)
- Hsieh/Q. Wang*, *Stock Repurchases Theory and Evidence* (April 2009) 36 (ssrn.com/abstract=1395943)
- Hügel*, *Anm zu 6 Ob 33/11p*, *GesRZ* 2011, 361
- Kahle/Stulz*, *Is the US Public Corporation in Trouble?* *Journal of Economic Perspectives* (2017) 31 (3), 67

Kalss/Burger/Eckert, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts: Geschichte und Materialien (2002)

Kalss/Frotz/Schörghofer (Hrsg), Handbuch für den Vorstand (2017)

Kalss/Nowotny/Schauer, Österreichisches Gesellschaftsrecht² (Stand 1.6.2017, rdb.at)

Kalss/Oppitz/U. Torggler/Winner (Hrsg), BörseG/MAR (2019)

Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht² (2015)

Klöhn (Hrsg), Marktmissbrauchsverordnung (2018)

Koppensteiner (Hrsg), Österreichisches und europäisches Wirtschaftsprivatrecht, Teil 1: Gesellschaftsrecht (1994)

Lazonick, Profits Without Prosperity, Harvard Business Review 2014, 92 (9), 46

Lutter/Bayer/J. Schmidt, Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht (2017)

Manconi/Peyer/Vermaelen, Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Value? Evidence from Buybacks around the World, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol 54 (5) (2019), 1899

Nowotny, Kapitalmarkt und Aktienrückerwerb – Das österreichische Aktienrückerwerbsgesetz 1999, Festschrift für Marcus Lutter zum 70. Geburtstag (2000) 1513

Oechsler, Die Änderung der Kapitalrichtlinie und der Rückerwerb eigener Aktien, ZHR 170 (2006) 72

Pollitzer, Das österreichische Handelsrecht (1895)

Watson, Legal Transplants: An Approach to Comparative Law (1974)

Watter/Vogt (Hrsg), Basler Kommentar zum Börsengesetz und Finanzmarktaufsichtsgesetz² (2011)

Winner, Angebote zum Erwerb eigener Aktien und Übernahmerecht, Festschrift für Josef Aicher (2012) 879

Straube/Ratka/Rauter, Wiener Kommentar zum GmbH-Gesetz (Stand 1.12.2017, rdb.at)

S&P Dow Jones Indices, Examining Share Repurchasing and the S&P Buyback Indices in the U.S. Market, März 2020
https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/research/research-sp-examining-share-repurchases-and-the-sp-buyback-indices.pdf?force_download=true

F. Vorläufiger Zeitplan

<i>Wintersemester 2019/20</i>	<ul style="list-style-type: none">- Absolvierung eines Seminars (§ 5 Abs 2 lit c des Studienplans)- Themensuche und erste Recherchen
<i>Wintersemester 2020/21</i>	<ul style="list-style-type: none">- Absolvierung des Seminars zur Vorstellung und Diskussion des Dissertationsvorhabens (§ 5 Abs 2 lit b des Studienplans)
<i>Sommersemester 2021</i>	<ul style="list-style-type: none">- Absolvierung der VO zur rechtswissenschaftlichen Methodenlehre (§ 5 Abs 2 lit a des Studienplans)- Verfassen der Dissertation
<i>Wintersemester 2021/22 bis Sommersemester 2022</i>	<ul style="list-style-type: none">- Absolvierung weiterer Seminare (§ 5 Abs 2 lit c des Studienplans)- Verfassen der Dissertation
<i>Wintersemester 2022/23 bis Sommersemester 2023</i>	<ul style="list-style-type: none">- Studium und Forschungsaufenthalt in den USA- Verfassen der Dissertation
<i>Wintersemester 2023/24</i>	<ul style="list-style-type: none">- Verfassen der Dissertation
<i>Sommersemester 2024</i>	<ul style="list-style-type: none">- Einreichen der Dissertation
<i>Sommer/Herbst 2024</i>	<ul style="list-style-type: none">- Öffentliche Defensio