

Unternehmensmitbestimmung
und Unternehmenssteuerung

Markus Sendel-Müller

Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit

Markus Sendel-Müller

Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit

Bestandsaufnahme, Bewertung und Auswirkungen
von Aktienrückkaufprogrammen der DAX 30-, MDAX-, SDAX-
sowie TecDAX-Unternehmen auf die Arbeit
der Arbeitnehmervertretung in Aufsichtsräten

Markus Sendel-Müller

Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit

**Bestandsaufnahme, Bewertung und Auswirkungen
von Aktienrückkaufprogrammen der DAX 30-,
MDAX-, SDAX- sowie TecDAX-Unternehmen
auf die Arbeit der Arbeitnehmervertretung
in Aufsichtsräten**



edition der Hans-Böckler-Stiftung 237

Sendel-Müller, Markus, Diplom-Kaufmann, Mitglied der Geschäftsleitung der INFO-Institut Beratungs-GmbH, Saarbrücken sowie Lehrbeauftragter an der Hochschule für Technik und Wirtschaft des Saarlandes (HTW), Saarbrücken.

© Copyright 2009 by Hans-Böckler-Stiftung
Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf
Produktion: Setzkasten GmbH, Düsseldorf
Printed in Germany 2009
ISBN: 978-3-86593-128-3
Bestellnummer: 13237

Alle Rechte vorbehalten,
insbesondere die des öffentlichen Vortrages,
der Rundfunksendung,
der Fernsehausstrahlung,
der fotomechanischen Wiedergabe,
auch einzelner Teile.

Inhaltsverzeichnis

1	Einführung	11
1.1	Problemstellung und Zielsetzung	11
1.2	Fragestellungen der Studie	16
1.3	Vorgehensweise der Untersuchung	18
2	Grundlagen	23
2.1	Begriffsbestimmungen	23
2.1.1	Aktiengesellschaft	23
2.1.2	Aktie	25
2.1.3	Börsenhandel und Börsenindizes	26
2.1.4	Erwerb eigener Anteile	30
2.2	Rechtliche Rahmenbedingungen	31
2.2.1	Rahmenbedingungen des § 71 AktG	31
2.2.2	Weitere gesetzliche Bestimmungen	35
2.3	Darstellung im Geschäftsbericht	37
2.4	Zusätzliche Informationsquellen	42
2.5	Datenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	46
3	Die Durchführung von Aktienrückkäufen	49
3.1	Abwicklung von Rückkaufprogrammen	49
3.2	Rückkaufverfahren	51
3.2.1	Rückkäufe über die Börse	51
3.2.2	Öffentliches Rückkaufangebot	52
3.2.3	Erwerb eigener Anteile von einzelnen Aktionären	53
4	Erwerbsmotive bei Aktienrückkäufen	55
4.1	Ergebnisse bisheriger Studien	55
4.2	Aktienrückkauf als Bestandteil der Finanzierungspolitik	59
4.2.1	Signalhypothese (Signalling Hypothesis)	59
4.2.2	Theorie der Finanzflexibilität	60
4.2.3	Optimierung der Kapitalkosten	61
4.2.4	Begünstigung des Gewinns je Aktie	64
4.3	Aktienrückkäufe als Instrument zur Gestaltung der Gesellschafterstruktur	65

4.3.1	Aktienrückkauf als M&A-Instrument	66
4.3.2	Gestaltung der Stimmrechtsverteilung	67
4.3.3	Aktienrückkäufe und Mitarbeiterbeteiligung	69
5	Risiken des Aktienrückkaufs	71
5.1	Überblick über Risiken beim Rückkauf	71
5.2	Ungleichbehandlung von einzelnen Aktionären	71
5.3	Negative Auswirkungen auf das Unternehmensrating	73
5.4	Auswirkungen auf die Indexzugehörigkeit	74
5.5	Rückkäufe zulasten von Zukunftsinvestitionen	75
5.6	Rückkäufe zulasten des Shareholder Value	77
5.7	Aktienrückkauf und Kurseffekte	79
6	Aktienrückkäufe und Auswirkungen auf die Unternehmenspolitik	83
6.1	Aktienrückkauf und Gesellschafterinteressen	83
6.2	Squeeze Out und Aktienrückkauf	85
6.3	Aktienrückkauf und Aufsichtsratsarbeit	86
6.4	Aktienrückkäufe und Corporate Governance	89
7	Aktienrückkäufe in Deutschland	93
7.1	Entwicklung des Rückkaufvolumens in Deutschland	93
7.2	Ausgewählte Beispielfälle	108
8	Zusammenfassung und Ausblick	119
8.1	Schlussfolgerungen	119
8.2	Aktuelle Entwicklungen	122
8.3	Empfehlungen zur Gestaltung von Aktienrückkäufen	125
9	Literaturverzeichnis	131
10	Anhang: Übersicht über die Bewertung rückkaufender Unternehmen	137
	Über die Hans-Böckler-Stiftung	145

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Entwicklung der Ausschüttungen US-amerikanischer Unternehmen	12
Abbildung 2:	Entwicklung der Ausschüttungen deutscher Gesellschaften	13
Abbildung 3:	Aktienrückkäufe als Element der strategischen Finanzentscheidung	15
Abbildung 4:	Zusammensetzung und allgemeiner Überblick über das Untersuchungssample	19
Abbildung 5:	Bewertungsschema der Studie	20
Abbildung 6:	Aufbau einer Aktiengesellschaft	24
Abbildung 7:	Publizitätspflichten für Unternehmen des Prime Standard	27
Abbildung 8:	Überblick über die untersuchten Auswahlindizes der Deutschen Börse AG	29
Abbildung 9:	Übersicht über Rückkaufmöglichkeiten nach § 71 Abs. 1 AktG	32
Abbildung 10:	Eigenkapital laut Bilanz der Deutschen Börse AG	39
Abbildung 11:	Kapitalflussrechnung der PUMA AG.	40
Abbildung 12:	Eigenkapitalveränderungsrechnung der Axel Springer AG.	41
Abbildung 13:	Informationsquellen zu Aktienrückkäufen ThyssenKrupp AG	43
Abbildung 14:	Informationspfad zu Daten über Aktienrückkauf am Beispiel der KUKA AG	44
Abbildung 15:	Informationspfad zu Daten über Aktienrückkauf am Beispiel der Lanxess AG	45
Abbildung 16:	Allgemeiner Ablauf eines Aktienrückkaufprogramms	50
Abbildung 17:	Übersicht zu Erwerbsmotiven bei Aktienrückkäufen	55
Abbildung 18:	Gründe für Aktienrückkäufe, Studie DAI	57
Abbildung 19:	Gründe für Aktienrückkäufe, Studie Gerke/Fleischer/Langer	58
Abbildung 20:	Bilanz der Industrie AG vor Durchführung eines kreditfinanzierten Rückkaufs	61
Abbildung 21:	Bilanz der Industrie AG nach Durchführung eines kreditfinanzierten Rückkaufs	62
Abbildung 22:	Berechnungsbeispiel der Industrie AG	63

Abbildung 23: Effekt des Aktienrückkaufs auf den Gewinn je Aktie	65
Abbildung 24: Stimmrechtsveränderungen durch Aktienrückkäufe	72
Abbildung 25: Entwicklung des Free Float der ThyssenKrupp AG durch Rückkäufe im Zeitablauf	75
Abbildung 26: Funktionsweise des Shareholder Value-Ansatzes nach Rappaport.	78
Abbildung 27: Prinzipal-Agenten-Problematik und Aktienrückkäufe	85
Abbildung 28: Entwicklung von Squeeze Out-Verfahren in Deutschland	86
Abbildung 29: Zusammensetzung des Aufsichtsrats nach Mitbestimmungsgesetz von 1976	87
Abbildung 30: Mitarbeiterbeteiligungsstatistik 2008	89
Abbildung 31: Entwicklung der Anzahl rückkaufender Unternehmen	93
Abbildung 32: Ausländische Gesellschaften mit Börsennotierung in Deutschland und Aktienrückkäufen	94
Abbildung 33: Entwicklung des prozentualen Anteils der rückkaufenden Unternehmen an Gesamtzahl der Indexunternehmen	95
Abbildung 34: Ausschüttungsverhalten aller Unternehmen mit Aktienrückkauf	96
Abbildung 35: Entwicklung der Quote Rückkauf zu Gesamtausschüttung	97
Abbildung 36: Ausschüttungsverhalten DAX 30	98
Abbildung 37: Entwicklung der Quote Rückkauf zu Gesamtausschüttung DAX 30	99
Abbildung 38: Ausschüttungsverhalten MDAX	100
Abbildung 39: Entwicklung der Quote Rückkauf zu Gesamtausschüttung MDAX	100
Abbildung 40: Ausschüttungsverhalten SDAX	101
Abbildung 41: Entwicklung der Quote Rückkauf/Gesamtausschüttung SDAX	101
Abbildung 42: Ausschüttungsverhalten TecDAX	102
Abbildung 43: Entwicklung der Quote Rückkauf/Gesamtausschüttung TecDAX	103
Abbildung 44: Prozentuale Aufteilung des Rückkaufvolumens auf Indizes	104
Abbildung 45: Prozentuale Aufteilung des Gesamtausschüttungsvolumens auf Indizes	105
Abbildung 46: Top Ten Rückkaufvolumen	106
Abbildung 47: Top Ten Quote Rückkauf zu Gesamtausschüttung	107

Abbildung 48: Rückkäufe bei der ThyssenKrupp AG	111
Abbildung 49: Rückkäufe bei der Bilfinger Berger AG	114
Abbildung 50: Rückkäufe bei der KUKA AG	116
Abbildung 51: Beispiel zu Financial Assistance	125
Abbildung 52: Empfehlung zur Neugestaltung des Ablaufs von Aktien- rückkaufprogrammen	128

1 Einführung

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Adidas beabsichtigte es in 2008 mit einem Aufwand von 420 Mio. € zu tun¹, ebenso wie Daimler es in 2007 mit einem Einsatz von 3.500 Mio. €² getan hat. Für IBM ist es eines der Schlüsselemente, um den Gewinn pro Aktie zu steigern.³ Gemeint sind Aktienrückkaufprogramme⁴, die international insbesondere als Instrument zur Gewinnausschüttung zunehmend bedeutender werden.⁵ Unter einem Aktienrückkauf ist ein Rechtsgeschäft zu verstehen, bei dem die emittierende Aktiengesellschaft eigene Anteile von den Anteilseignern kauft. Solch ein Kauf ist neben der Dividendenzahlung die zweite Möglichkeit, Liquidität an die Aktionäre einer Gesellschaft auszuschütten.

In den letzten Jahrzehnten haben Aktienrückkäufe weltweit eine immer höhere Bedeutung erlangt und können als „one of the most significant trends in corporate finance during the 1990s“⁶ angesehen werden. Anfang der 1980er Jahre stellten Buy Backs erstmals einen bedeutenden Umfang in der US-amerikanischen Wirtschaft dar.⁷ Seitdem zeigt die Nutzung von Rückkaufprogrammen in den USA einen dramatischen Anstieg, wie Abbildung 1 veranschaulicht.

1 Vgl. Gassmann 2008, S. 6.

2 Vgl. o. V. (a) 2008, S. 17.

3 Vgl. Gassmann/Laube 2008, S. 7.

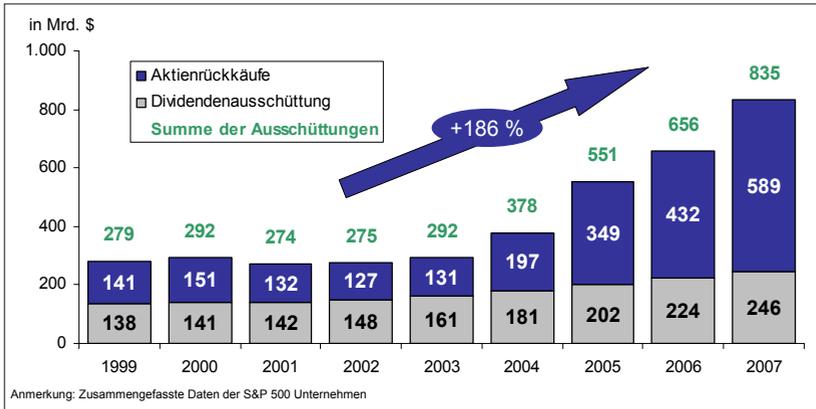
4 Der Rückkauf eigener Anteile durch die emittierende Gesellschaft wird in der Literatur mit unterschiedlichen Begrifflichkeiten, wie z.B. „Aktienrückkauf“, „Repurchase“ oder „Buy Back“ bezeichnet.

5 Vgl. Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 2; Nekat/Nippel 2006, S. 25.

6 Jagannathan/Stephens/Weisbach 2000, S. 355.

7 Vgl. Brealey/Myers/Allen 2006, S. 415.

Abbildung 1: Entwicklung der Ausschüttungen US-amerikanischer Unternehmen⁸



In obiger Darstellung wird auch ersichtlich, dass das Rückkaufvolumen beständig steigt, während die Dividendenzahlungen lediglich einen relativ schwachen Anstieg verzeichnen und mittlerweile deutlich unter dem Niveau des Rückkaufvolumens liegen. Hierdurch wird die in der Literatur vertretene Auffassung einer steigenden Bedeutung des Aktienrückkaufs gegenüber der Dividendenzahlung - zumindest für den amerikanischen Raum - bestätigt.⁹ In Deutschland sind Aktienrückkäufe hingegen erst seit Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) am 01.05.1998 in nennenswertem Umfang möglich.¹⁰ Vor 1998 war der Erwerb eigener Anteile lediglich in wenigen gesetzlich vorgegebenen Ausnahmefällen erlaubt, wie beispielsweise bei Weitergabe an die Belegschaft im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen.¹¹

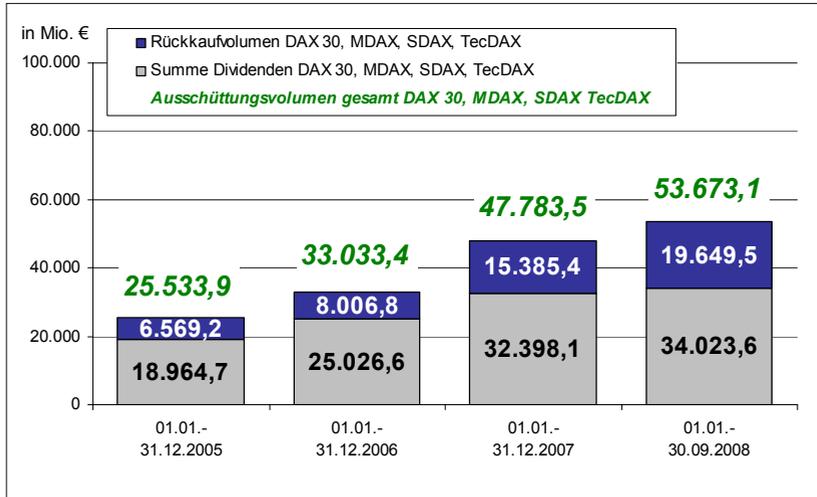
⁸ Vgl. Standard & Poor's 2008, S. 2.

⁹ Vgl. Pellens/Schremper 1999, S. 1; Nekat/Nippel 2006, S. 25; Skinner 2008, S. 583.

¹⁰ Vgl. Nekat/Nippel 2006, S. 25.

¹¹ Vgl. hierzu im Detail Kapitel 2.2.1.

Abbildung 2: Entwicklung der Ausschüttungen deutscher Gesellschaften



Quelle: Eigene Darstellung.

Abbildung 2 zeigt, dass auch deutsche Gesellschaften grundsätzlich dem US-amerikanischen Trend folgen. Jedoch wird das Ausschüttungsvolumen weiterhin durch Dividendenzahlungen an die Aktionäre dominiert. Vor diesem Hintergrund herrschen in Deutschland bei weitem keine amerikanischen Verhältnisse. Um den Vergleich mit der Darstellung des US-amerikanischen Ausschüttungsverhaltens zu ermöglichen wurden alle 160 Unternehmen aus DAX 30, MDAX, SDAX sowie TecDAX zusammengefasst, auch wenn sie keine Rückkäufe getätigt haben. Im weiteren Verlauf der Untersuchung werden hingegen nur die Unternehmen näher untersucht, die im Betrachtungszeitraum 01. Januar 2005 – 30. September 2008 Programme zum Rückkauf eigener Anteile durchgeführt haben. Hierdurch ergibt sich hinsichtlich der Summe der gezahlten Dividenden ein verändertes Bild zu Abbildung 2, während die Summe des Rückkaufvolumens identisch bleibt.¹²

Bisherige Studien zum Instrument „Aktienrückkauf“ beschäftigen sich überwiegend mit der Frage, wie sich diese Programme auf den Börsenkurs des jeweiligen Unternehmens auswirken.¹³ Untersuchungen über Auswirkungen auf unternehmenspolitischer Ebene und die Arbeit des Aufsichtsrats, wurden bislang

12 Vgl. Abbildung 34.

13 Inwiefern solche Untersuchungen für den deutschen Raum aussagekräftig sind, ist aufgrund der erst seit zehn Jahren bestehenden Möglichkeit zu Rückkäufen in nennenswertem Umfang fraglich.

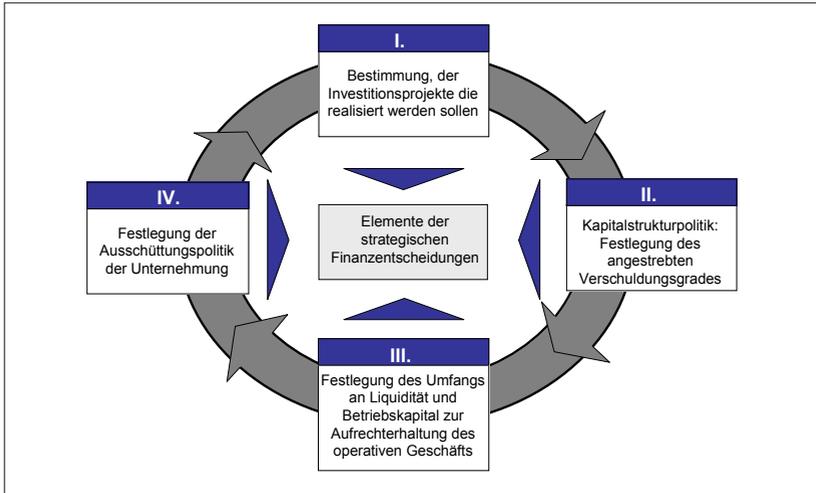
nicht durchgeführt. Neben der Funktion als Instrument der Ausschüttungspolitik an Aktionäre, gewinnt der Erwerb eigener Anteile jedoch auch eine zunehmende Bedeutung zur Gestaltung der Unternehmenspolitik. Damit folgen die Vorstände deutscher Aktiengesellschaften einem internationalen Trend, der den Rückkauf eigener Anteile als wesentliche Säule zur Umsetzung des Shareholder Value-Paradigmas ansieht. Problematisch ist jedoch, dass die ausgeschüttete Liquidität dem Unternehmen nicht mehr zu Investitionszwecken zur Verfügung steht, was zur dauerhaften Verringerung des Aktionärsvermögens zu Gunsten kurzfristiger Kurssteigerungen führen kann. Hierdurch wäre der langfristig orientierte Aktionär gegenüber dem kurzfristig investierten Spekulanten benachteiligt.

An dieser Stelle ist der Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft dazu aufgefordert, die Auswirkungen von Aktienrückkaufprogrammen im Rahmen einer effizienten Corporate Governance¹⁴ einzuschätzen und zu bewerten. Es ist jedoch zu vermuten, dass Aufsichtsräte einem angekündigten und später durchgeführten Aktienrückkaufprogramm mit wenig konkretem Wissen hinsichtlich Durchführung, Bilanzierung sowie Risiken für die Gesellschaft gegenüberstehen und die Auswirkungen auf unternehmenspolitischer Ebene nicht abschätzen können. Gleichzeitig wird eine weitere Zunahme von Aktienrückkaufprogrammen in Deutschland erwartet. Angesichts der aktuell bestehenden Intransparenz zu Aktienrückkäufen und der auf europäischer Ebene geführten Diskussionen *liegt in diesem Instrument damit bereits heute der Kern einer künftigen Finanzmarktkrise*. Durch den Transfer der Studienergebnisse soll daher sowohl die fachliche Diskussion zum Umgang mit Aktienrückkaufprogrammen als auch die konkrete Arbeit der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat im Sinne einer guten Corporate Governance weiterentwickelt werden. Konkret geht es darum festzustellen, welche Rolle Aktienrückkäufe für in Deutschland börsennotierte Unternehmen spielen und mit welcher Begründung angekündigte Aktienrückkaufprogramme ausgeführt wurden. Des Weiteren wird untersucht, wie umfangreich Unternehmen über Aktienrückkaufprogramme berichten. Abschließend erfolgt eine Einschätzung darüber, ob die geltenden gesetzlichen Regelungen zum Aktienrückkauf sowie der Publizität im Jahresabschluss ausreichend sind oder ob sie ergänzt werden sollten.

Zunächst ist festzustellen, dass Aktienrückkaufprogramme als Gestaltungsparameter der Ausschüttungspolitik eine der vier Säulen der strategischen Finanzentscheidung in Unternehmen darstellen.

14 Unter Corporate Governance sind Regelungen zur Leitung und Kontrolle in Unternehmen zu verstehen.

Abbildung 3: Aktienrückkäufe als Element der strategischen Finanzentscheidung¹⁵



Neben der Ausschüttungspolitik einer Gesellschaft (IV), sind im Rahmen der strategischen Unternehmensfinanzierung auch die zu realisierenden Investitionsprojekte (I), die Kapitalstrukturpolitik (II) sowie der Umfang des Working Capitals (III) festzulegen. Die Frage, welche Investitionsprojekte realisiert werden sollten, kann über unterschiedliche Berechnungsmethoden der Investitionstheorie beantwortet werden. Zentraler Ansatz hierbei ist, dass lediglich die Projekte realisiert werden sollten, deren Kapitalrückflüsse über ihren Lebenszyklus hinweg die Kapitalkosten¹⁶ der Gesellschaft übersteigen. Investitionsprojekte, die dieses Kriterium nicht erfüllen, werden entsprechend vom Management verworfen. Im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik geht es um das „richtige“ Verhältnis aus Fremd- und Eigenkapital, also die Festlegung des Verschuldungsgrades. Hier bieten sich zwei unterschiedliche Sichtweisen an. Zum einen zeigt eine hohe Eigenkapitalquote der Gesellschaft eine gewisse Stabilität auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten. Daher stellt die Eigenkapitalquote im Rahmen eines Unternehmensratings eine zentrale Kennzahl zur Bonitätseinschätzung eines Unternehmens dar. Auf der anderen Seite wird Eigenkapital im Verhältnis zu Fremdkapital häufig als zu

¹⁵ Vgl. Europäische Zentralbank 2007, S. 112.

¹⁶ Im Rahmen der Umsetzung des Shareholder Value-Paradigmas werden unter Kapitalkosten sowohl die Verzinsungsansprüche der Fremdkapitalgeber als auch der Eigenkapitalgeber verstanden.

teuer angesehen. Somit würde der Tausch von Eigen- gegen Fremdkapital die gesamten Kapitalkosten einer Gesellschaft vermindern, was wiederum die Anzahl potenzieller Investitionsprojekte erhöhen würde. Die dritte Säule der strategischen Finanzentscheidungen betrifft das Working Capital. Hierunter ist der Liquiditätsbedarf zur Finanzierung der operativen Unternehmenstätigkeit zu verstehen, der sich als Saldo aus Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zuzüglich Vorratsvermögen, abzüglich der Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen ergibt.¹⁷ Da eine Ausweitung des Umsatzes immer auch einen zusätzlichen Bedarf an Working Capital verursacht, gilt es, die Quellen dieser Finanzierung langfristig sicherzustellen.

Die letzte Säule stellt die Ausschüttungspolitik eines Unternehmens dar. Hier gilt es festzulegen, in welcher Höhe Liquiditätsabflüsse an die Gesellschafter stattfinden können, ohne der Gesellschaft Schaden zuzufügen. Ein zu hoher Abfluss beeinträchtigt die Optionen zur Realisierung von Investitionsprojekten und erhöht den Bedarf an externen Quellen zur Working Capital-Finanzierung. Auf der anderen Seite lässt sich durch Ausschüttungen die Kapitalstruktur derart verändern, dass sich anschließend die Kapitalkosten verringern. Dies verdeutlicht nochmals, dass die Entscheidung zur Durchführung von Aktienrückkäufen in einem strategischen Kontext zu sehen ist, die nicht isoliert betrachtet werden kann. Sie entfaltet weit reichende Wirkungen auf die zukünftige Unternehmenssituation und steht in gegenseitiger Abhängigkeit mit den anderen Säulen der strategischen Unternehmensfinanzierung.

1.2 Fragestellungen der Studie

Im Rahmen der Ausschüttungspolitik gewinnt der Kauf eigener Aktien durch die emittierenden Gesellschaften in Deutschland angeblich immer mehr an Bedeutung. Damit würden die Vorstände deutscher Aktiengesellschaften dem internationalen Trend, der Aktienrückkäufe als wesentliche Säule zur Umsetzung des Shareholder Value-Paradigmas¹⁸ ansieht, folgen. Da jedoch die ausgeschüttete Liquidität dem Unternehmen nicht mehr zur Verfügung steht, kann dies im Extremfall zur

17 Vgl. Sendel-Müller 2007, S. 263.

18 Im Rahmen dieser Denkhaltung wird das Unternehmen immer weniger als soziales Gebilde oder Wertschöpfungseinheit angesehen, sondern vielmehr als Finanzanlageobjekt. Hierdurch treten Unternehmen mit ihrem Kapitalbedarf in Konkurrenz zu alternativen Finanzanlagen.

Unterlassung notwendiger Investitionen führen. Der Erwerb eigener Anteile führt im Regelfall auch zu einer positiven Reaktion an den Börsen, da der Rückkauf das Angebot an Aktien zunächst verknappt. Hieraus ergibt sich jedoch die Gefahr, dass Aktienrückkäufe zulasten langfristiger wirksamer Investition und zu Gunsten kurzfristiger Kurssteigerungen durchgeführt werden. An dieser Stelle ist der Aufsichtsrat einer Aktiengesellschaft gefragt, wenn es darum geht, die Auswirkungen von Aktienrückkaufprogrammen im Rahmen einer guten Corporate Governance einzuschätzen und zu bewerten. Gleichzeitig ist jedoch festzustellen, dass bisherige Auseinandersetzungen mit dem Phänomen „Aktienrückkauf“ lediglich auf die Shareholder Value-Perspektive fokussieren. Daher ist zu vermuten, dass nicht nur Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten einem angekündigten und später durchgeführten Aktienrückkaufprogramm mit wenig konkretem Wissen gegenüberstehen und die Auswirkungen eines solchen Programms auf unternehmenspolitischer Ebene nicht abschätzen können.

Die vorliegende Studie leuchtet diesen blinden Fleck aus, indem nicht auf kurssteigernde Aspekte abgestellt wird, sondern vielmehr die unternehmenspolitische Ebene umfassender betrachtet wird. Vor dem geschilderten Hintergrund ergeben sich eine Reihe von Fragen, welche die nachfolgenden Ausarbeitungen zu beantworten suchen.

- Wie wirken sich Aktienrückkäufe auf die Unternehmen aus und unter welchen Umständen sind sie betriebswirtschaftlich als sinnvoll zu erachten?
- Welche Auswirkungen ergeben sich nach Durchführung eines Aktienrückkaufs für die Aktionäre?
- Wie sind Aktienrückkaufprogramme nach IFRS und HGB zu behandeln?
- Sind die aktuell geltenden Restriktionen des § 71 AktG zu Aktienrückkäufen sinnvoll oder können Alternativen aufgezeigt werden?
- Wie groß ist die Gefahr des Moral Hazard durch Aktienrückkäufe für Unternehmen?
- Welche Position sollten die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat im Sinne einer guten Corporate Governance gegenüber Aktienrückkaufprogrammen einnehmen?
- Empirische Auswertung der DAX 30-, MDAX-, SDAX- und TecDAX-Unternehmen für den Zeitraum 01. Januar 2005 – 30. September 2008:
 - Wie viele Unternehmen haben im Untersuchungszeitraum ein Rückkaufprogramm tatsächlich umgesetzt?

- Lässt sich im Rahmen der Analyse der Trend zur verstärkten Nutzung von Rückkaufprogrammen bestätigen?
- Wenn ja, können Gründe für diesen Trend identifiziert werden?
- Zu welchen Zwecken wurden die zurückgekauften Aktien eingesetzt?
- Wie wirken sich Aktienrückkäufe auf die Investitionspolitik einer Unternehmung aus?
- Wie ausführlich ist die Berichterstattung über Rückkaufprogramme der Unternehmen?

1.3 Vorgehensweise der Untersuchung

Zur Beantwortung obiger Fragestellungen ist eine eigenständige empirische Arbeit notwendig, die ausgewählte Indizes des Börsensegments „Prime Standard“ umfasst. Eine vorgeschaltete Machbarkeitsstudie zeigte, dass sich dieses Segment aufgrund der umfangreichen Veröffentlichungspflichten und des breiten Spektrums an unterschiedlichen Unternehmen als Untersuchungsobjekt anbietet. Im weiteren Verlauf der Analyse wurde über die Internetseiten der zu untersuchenden Unternehmen auf die jeweiligen Geschäftsberichte sowie weiterführende Informationen zugegriffen. Die gewonnenen Daten wurden anschließend in einer Datenbank aufbereitet und jedes Unternehmen hinsichtlich seiner Transparenz zur Berichterstattung bewertet.¹⁹ Aus diesen Informationen konnten bereits Rückschlüsse zu Intransparenz innerhalb der Berichterstattung zu Rückkaufprogrammen gezogen werden. Ein Bestandteil der Studie sind daher auch Empfehlungen an den Gesetzgeber, wie der Prozess des Rückkaufprogramms zukünftig transparenter gestaltet werden könnte. Schließlich mündet die Untersuchung in Empfehlungen, wie Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat zukünftig mit Aktienrückkaufprogrammen umgehen sollten, um die Effizienz der Aufsichtsratsarbeit zu verbessern.

Im Rahmen der Ausarbeitungen zur vorliegenden Studie sollte ursprünglich auf bereits bestehende Datenbanken zurückgegriffen werden. Da Rückkaufprogramme in Deutschland Publizitätspflichten unterliegen, war zu vermuten, dass entsprechende Datenbanken oder Factbooks zu diesem Ausschüttungsinstrument existieren. Eine entsprechende Anfrage beim Deutschen Aktieninstitut (DAI) im Juni 2008 ergab jedoch, dass solche Daten nicht ausgewertet werden. Vielmehr

¹⁹ Die Bewertungsergebnisse der rückkaufenden Unternehmen finden sich im Anhang der Studie.

wurde von Seiten des Deutschen Aktieninstituts bestätigt, dass eine solche Datenanfrage des Öfteren gestellt wird, so dass von Seiten des DAI mit einer relativ hohen Sicherheit behauptet werden kann, dass in Deutschland keine öffentlich zugänglichen Statistiken zum Rückkaufverhalten börsennotierter Gesellschaften existieren.

Damit ergibt sich zur Beantwortung der obigen Fragen die Notwendigkeit zu einer eigenständigen empirischen Arbeit. Hierzu wird auf die Gesellschaften der Indizes DAX 30, MDAX, SDAX sowie TecDAX in ihrer Zusammenstellung zum 30. September 2008 zurückgegriffen. Alle Unternehmen, die diesen Indizes angehören, zählen zum Börsensegment „Prime Standard“ und müssen daher umfangreichen Veröffentlichungspflichten nachkommen. Somit können die benötigten Daten ohne umfangreiche Datenbankrecherchen oder Interviewreihen direkt über die Investor Relations-Seiten der jeweiligen Unternehmenshomepage erhoben werden. Durch diese Festlegung ergibt sich die in Abbildung 4 dargestellte Struktur des Untersuchungssamples:

Abbildung 4: Zusammensetzung und allgemeiner Überblick über das Untersuchungssample

Index	Anzahl Unternehmen	davon Unternehmen mit Rückkäufen	Prozentualer Anteil am Index
DAX 30	30	15	50,0%
MDAX	50	18	36,0%
SDAX	50	10	20,0%
TecDAX	30	8	26,7%
Summe	160	51	31,9%

Quelle: Eigene Darstellung.

Die ausgewählten 160 Unternehmen zeigen ein breites Bild der deutschen Unternehmenslandschaft. Neben den „Schwergewichten“ der deutschen Wirtschaft (DAX 30, MDAX), werden auch kleinere Unternehmen (SDAX) sowie technologieorientierte Unternehmen (TecDAX) in der Untersuchung berücksichtigt. Um eine aussagekräftige Zeitreihe zu bilden, umfasst der Betrachtungszeitraum die 15 Quartale vom 01. Januar 2005 bis zum 30. September 2008. Obige Abbildung

zeigt bereits, dass die Quote an rückkaufenden Unternehmen gemessen am jeweiligen Index bei den DAX 30-Unternehmen am höchsten ist. Es erscheint somit, dass die Gesellschaften in diesem Index am ehesten vom Instrument Aktienrückkauf Gebrauch machen. Im weiteren Verlauf der Analyse ist zu beleuchten, ob sich diese Vermutung auch im erworbenen Volumen bestätigen lässt.

Die anschließende Bewertung zu Transparenz und Inhalt der Berichterstattung bei den Unternehmen, die Aktienrückkäufe im Betrachtungszeitraum durchgeführt haben, wurde mit Hilfe des in Abbildung 5 dargestellten Schemas bewertet. Sämtliche Kommentierungen und Bewertungen sind im Anhang der Studie nochmals abgebildet.

Abbildung 5: Bewertungsschema der Studie

	<p>Top-Berichterstattung; außerordentlich umfangreiche Berichterstattung</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Eigener Info-Punkt „Aktienrückkäufe“ auch mit historischen Rückkäufen sowie Verlinkung zu Pressemitteilungen/Ad-hoc-Mitteilungen • umfangreiche Berichterstattung im Geschäftsbericht • zusätzliche Informationen (z. B. Entwicklung Free Float, FAQ s etc.)
	<p>aussagekräftige Transparenz in der Berichterstattung</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Eigener Info-Punkt „Aktienrückkäufe“ auch mit historischen Rückkäufen sowie Verlinkung zu Pressemitteilungen/Ad-hoc-Mitteilungen etc.
	<p>mittelmäßige Transparenz in der Berichterstattung</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Eigener Info-Punkt „Aktienrückkäufe“ ohne wesentliche Informationen über gesetzliche Anforderungen hinaus (z. B. keine Angabe zu Rückkaufmotiven)
	<p>unzureichende Transparenz in der Berichterstattung</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Keinen eigenen Info-Punkt „Aktienrückkäufe“ auf Homepage mit historischen Rückkaufdaten

Quelle: Eigene Darstellung.

Zentraler Ansatzpunkt der vorliegenden Studie sind Ermächtigungen zum Erwerb eigener Anteile nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, da diese Rückkäufe nicht zweckgebunden erfolgen und somit die erworbenen Anteile flexibel eingesetzt werden können, um die Unternehmenspolitik zu gestalten. Aus diesem Grund wurden z.B. Gesellschaften, die explizit eigene Anteile im Rahmen von laufenden Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen erwarben, in den folgenden Abbildungen und

Auswertungen nicht berücksichtigt.²⁰ Solche Rückkäufe sind zum einen immer zweckgebunden und fallen zum anderen betragsmäßig so gering aus, dass ihr Volumen das gesamte Rückkaufvolumen kaum beeinflusst. Es ist ebenfalls anzumerken, dass erst mit Einführung des nicht zweckgebundenen Repurchase in Deutschland vor nunmehr zehn Jahren, Rückkäufe eigener Anteile in nennenswertem Umfang stattgefunden haben.

20 In Abbildung 2 sind sämtliche 160 Unternehmen der vier Auswahlindizes enthalten, also auch diejenigen, die eigene Anteile nach anderen Ermächtigungen als nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG erworben haben.

2 Grundlagen

2.1 Begriffsbestimmungen

Die vorliegende Studie beschäftigt sich ausschließlich mit börsennotierten Aktiengesellschaften²¹ und dem Rückkauf eigener Anteile dieser Gesellschaften. Vor diesem Hintergrund erscheint es sinnvoll, die grundlegenden Begriffe wie Aktiengesellschaft, Aktie, Börsenhandel und Börsenindizes sowie Aktienrückkauf zu erläutern, um dem Leser ein tiefer gehendes Verständnis der Zusammenhänge zu ermöglichen.

2.1.1 Aktiengesellschaft

Großprojekte wie der Bau von Kraftwerken oder die Produktion von Flugzeugen erfordern große Kapitalvolumina mit dem Risiko des Kapitalverlusts bei Scheitern der Investitionsprojekte. Solch hohe Geldbeträge können im Regelfall nicht von einzelnen Personen oder kleinen Personengruppen aufgebracht werden. Die Unternehmensform der *Aktiengesellschaft* (AG) bietet die Möglichkeit, die benötigten Gelder durch die Beteiligung einer großen Anzahl von Geldgebern zu sammeln. Gleichzeitig wird das Verlustrisiko maximal auf die Höhe des eingebrachten Geldbetrages beschränkt.²² Unter sämtlichen Unternehmensrechtsformen weist daher die Aktiengesellschaft die vielseitigsten und gleichzeitig umfangreichsten gesetzlich geregelten Möglichkeiten der Kapitalbeschaffung auf.²³

Aktiengesellschaften sind Gesellschaften mit eigener Rechtspersönlichkeit (juristische Person), die zu jedem gesetzlich zulässigen Zweck gegründet werden können. Sie sind dadurch gekennzeichnet, dass das Grundkapital durch die Ausgabe von Wertpapierurkunden (Aktien) aufgebracht wird. Die Leitung der Aktiengesellschaft übernimmt der Vorstand. Dieser besteht aus mehreren angestellten Managern, die vom Kontrollorgan der AG, dem Aufsichtsrat, eingesetzt

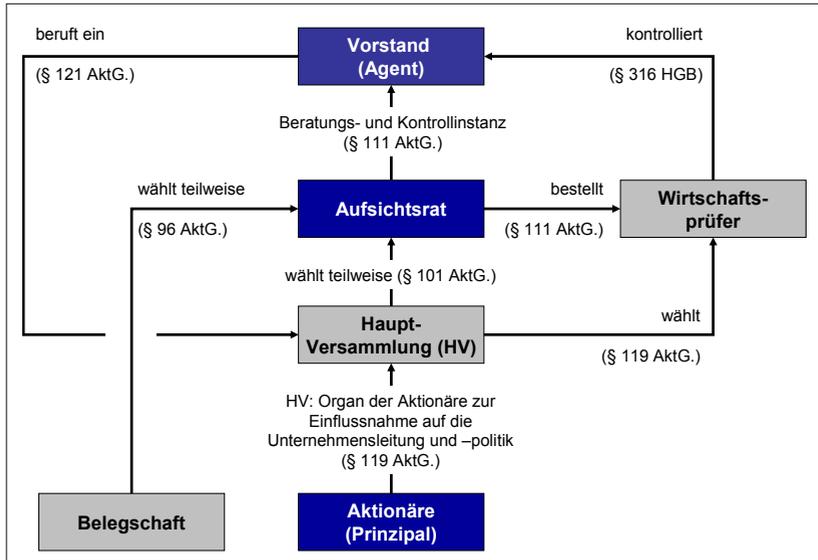
21 Börsennotiert sind Gesellschaften laut Gesetz dann, wenn ihre Aktien an einem Markt gehandelt werden, der von staatlich anerkannten Stellen geregelt und überwacht wird, regelmäßig stattfindet und für das Publikum mittelbar oder unmittelbar zugänglich ist (§ 3 Abs. 2 AktG).

22 Vgl. Beike/Schlütz 1999, S. 70.

23 Vgl. Bieg/Kußmaul 2000, S. 94.

werden.²⁴ Nachfolgende Grafik zeigt nochmals in Übersicht den Aufbau einer deutschen Aktiengesellschaft.²⁵

Abbildung 6: Aufbau einer Aktiengesellschaft



Quelle: Eigene Darstellung.

In obiger Darstellung sind die im Rahmen der vorliegenden Studie besonders wichtigen Organe der Aktiengesellschaft dunkel hinterlegt. Der *Vorstand* wird gemäß § 84 Abs. 1 AktG vom Aufsichtsrat bestellt und hat im Auftrag der Eigentümer (*Aktionäre*) die Geschäfte der Gesellschaft zu leiten (§ 76 Abs. 1 AktG.). Hauptzielsetzung hierbei ist aus Sicht der Aktionäre ein Vermögenszuwachs. Da der Vorstand über besonders intime Kenntnisse der Gesellschaft verfügt, wäre es ihm ein Leichtes, seine individuellen Ziele zu verfolgen. Wenn diese nicht den Zielsetzungen der Eigentümer entsprechen, besteht die Gefahr eines Vermögensschadens für die Aktionäre. Um diese Gefahr abzuwenden beauftragen die Aktionäre und die Belegschaft der Aktiengesellschaft den *Aufsichtsrat* mit der Kontrolle und Beratung des Vorstands.

24 Vgl. Beike/Schlütz 1999, S. 70.

25 Im Unterschied zur Aktiengesellschaft nach US-amerikanischem Muster, sind Vorstand und Aufsichtsrat in Deutschland zwei gesetzlich voneinander getrennte Gremien.

2.1.2 Aktie

Die *Aktie* ist ein Anteils- oder Teilhaberpapier. Sie verbrieft das Mitgliedsrecht ihres Inhabers (Aktionär) an einer Aktiengesellschaft. Dabei wird der Aktionär Teilhaber am Aktienkapital und somit Miteigentümer und Unternehmer der emitierenden Gesellschaft. Aktionäre sind somit keine Gläubiger, sondern überlassen der Gesellschaft Eigenkapital.²⁶ Im Insolvenzfall haften sie in Höhe ihrer Einlage und tragen das unternehmerische Risiko des Totalverlusts mit ihrem eingesetzten Kapital.

Ähnlich wie die Mitgliedschaft in einem Verein, stehen mit dem Erwerb von Aktien auch dem Aktionär verschiedene Rechte zu. Als Miteigentümer steht ihm nach §§ 58 Abs. 4, 60 Abs. 1 AktG ein Teil des Gewinns zu. Dieser wird in Form einer *Dividende* an die Anteilseigner ausgeschüttet. Die Dividende ist von der Ertragslage der Gesellschaft abhängig und deshalb im Zeitverlauf keine feste Größe.²⁷ Weiterhin kann sich der Aktionär einmal jährlich in der Hauptversammlung durch Abgabe seiner Stimme an wichtigen Entscheidungen der Aktiengesellschaft beteiligen. Dazu gehören beispielsweise Beschlüsse über die Gewinnverwendung, über die Entlastung des Vorstandes oder über die Erteilung einer Ermächtigung zum Kauf eigener Aktien.²⁸

Neben der Dividendenausschüttung sind steigende Börsenkurse die zweite Möglichkeit zur Gewinnerzielung mit Aktien, indem die Anteilsscheine nach Wertsteigerung an der Börse verkauft werden.²⁹ Das Hauptinteresse eines Aktionärs liegt allgemein nicht auf Dividenden, sondern auf Realisierung von Kursgewinnen. Da Aktien grundsätzlich Sachwertpapiere darstellen, kann ein Erwerb auch erfolgen, um Vermögen durch Anlage in Sachwerte gegen Inflation zu sichern und um über die Sachwertbeteiligung an Wertsteigerungen teilzunehmen.³⁰ Daher sind Aktionäre in Zeiten hoher Inflationsraten grundsätzlich besser gestellt als Fremdkapitalgeber, die nicht an der Wertsteigerung eines Unternehmens partizipieren.

Nach dem *Shareholder Value-Konzept* besteht die Aufgabe des Managements darin, die Einkommens- und Vermögensposition der Aktionäre zu verbessern.³¹ Damit wird unterstellt, dass Aktionäre lediglich an monetären Zielsetzungen interessiert sind. In der klassischen Finanzierungstheorie wird weiter angenommen,

26 Vgl. o. V. 2007, S. 32; Grill/Perczynski 2003, S. 236.

27 Vgl. Beike/Schlütz 1999, S. 70.

28 Vgl. Beike/Schlütz 1999, S. 71.

29 Vgl. o. V. 2007, S. 32.

30 Vgl. Grill/Perczynski 2003, S. 240.

31 Vgl. Wöhe 2005, S. 65.

dass sich alle Marktteilnehmer rational verhalten und der Kurs eines Wertpapiers gemäß der Theorie der effizienten Märkte seinem tatsächlichen Wert entspricht.³² Nun zeigen gerade die negativen gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen, der aus der Subprime-Krise entstandenen weltweiten Finanzkrise, ein irrationales Verhalten der Kapitalmarktteilnehmer. Diese Anomalien der Märkte können über psychologische Faktoren der *Behavioral Finance*³³ (verhaltensorientierte Kapitalmarktforschung) erklärt werden. Somit existieren neben der Vermögensmehrung weitere Motive zum Aktienwerb, wie z.B. das Mitsprache- und Beherrschungsmotiv, um Einfluss auf den Vorstand einer Gesellschaft zu nehmen oder das Unternehmen gänzlich zu beherrschen.³⁴ Verfolgen Aktionäre letztere Zielsetzung, weil sie z.B. Macht oder Prestige erlangen wollen, zeigen sie Verhaltensweisen, die gerade nicht in Einklang mit dem Gewinnmaximierungsprinzip stehen. Hieraus ergibt sich, dass die Ansätze der klassischen Finanzierungstheorie auch nicht in der Lage sind sämtliche Effekte und mögliche Erwerbsmotive bei Aktienrückkaufprogrammen zu erklären.

2.1.3 Börsenhandel und Börsenindizes

Aktien werden an Wertpapierbörsen gehandelt. In Deutschland sind dies öffentlich-rechtliche Institutionen, die einen organisatorischen, technischen und rechtlichen Rahmen für die Ausgabe (Primärmarkt) und den Handel (Sekundärmarkt) von Wertpapieren bieten.³⁵ Für den deutschen Markt ist die Deutsche Börse AG zentraler Anbieter von Börsendienstleistungen und Träger der Frankfurter Wertpapierbörse (FWB). An der FWB werden Wertpapiere in unterschiedliche Teilmärkte aufgeteilt. Einer dieser Teilmärkte ist der so genannte „Prime Standard für Aktien und Aktien vertretende Zertifikate“. Um für diesen Teilmarkt zugelassen zu werden, müssen Aktiengesellschaften über das Börsengesetz hinausgehende Publizitätspflichten erfüllen. Dies ist vor allem für Gesellschaften von Interesse, die über die erhöhten Transparenzanforderungen auch internationale Investorengruppen ansprechen wollen. Gleichzeitig ist die Einhaltung der Regelungen des Prime Standard Voraussetzung für die Aufnahme in die bedeutenden Indizes DAX

32 Vgl. Perridon/Steiner 2007, S. 286.

33 Die Behavioral Finance sind keineswegs als ein strukturiertes Forschungsgebiet anzusehen. Vielmehr werden sämtliche Theorien, die dem Bild des Homo oeconomicus widersprechen unter den Begriffen Behavioral Finance oder Behavioral Economics subsumiert.

34 Vgl. Grill/Perczynski 2003, S. 240.

35 Vgl. Grill/Perczynski 2003, S. 259.

30, MDAX, SDAX sowie TecDAX.³⁶ Doch was ist unter solchen Indizes zu verstehen und welche Aufgabe erfüllen Sie?

Abbildung 7: Publizitätspflichten für Unternehmen des Prime Standard³⁷

Transparenzanforderungen im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse (zusätzlich zu den Transparenzregeln des General Standard lt. BörsO)
<ul style="list-style-type: none">• Erstellung von Jahresabschlüssen nach den Vorschriften der International Financial Reporting Standards (IFRS)• Veröffentlichung von Quartalsberichten• Veröffentlichung eines Unternehmenskalenders im Internet mit wichtigen Terminen, u. a. Bilanzpressekonferenz und Hauptversammlung• Jährliche Durchführung von mindestens einer Konferenz für Wertpapieranalysten• Veröffentlichung von Ad-hoc-Meldungen gemäß § 15 WpHG• Sämtliche Berichte müssen auch in englischer Sprache publiziert werden

Wenn ein schneller Marktüberblick benötigt wird, kann nicht die Gesamtheit aller an der Börse gehandelten Aktien überblickt werden. Daher werden spezielle Kennzahlen gebildet, die auf einen Blick verraten, wie sich der Markt im Ganzen entwickelt. Diese Kennzahlen werden als *Aktienindizes* bezeichnet und bringen die Wertentwicklung etlicher Aktien zum Ausdruck. Trotz vielfältiger und zum Teil deutlich voneinander divergierender Kursverläufe ist es möglich, auf diese Weise einen Gesamteindruck von der Marktentwicklung zu erhalten. Börsenindizes erfüllen hierdurch eine Informationsfunktion. Im Grunde sind sie nichts weiter als Durchschnittswerte. Um den Marktwert von beispielsweise 100 verschiedenen Aktien durch eine einzige Kennziffer darzustellen, könnten die 100 Einzelkurse erfasst und daraus das Mittel berechnet werden. Diese Vorgehensweise ist allerdings nicht unproblematisch, da in der Realität einzelnen Aktiengesellschaften ein deutlich unterschiedliches Gewicht am Marktgeschehen zukommt. So weisen einige der in einem Index zusammengefassten Unternehmen beispielsweise ein besonders hohes Grundkapital auf und somit auch eine große Anzahl gehandelter Aktien, während andere Gesellschaften eine deutlich geringere Anzahl an Aktien am Markt platziert haben. Üblicherweise werden daher die jeweiligen Aktienkurse der einzelnen Unternehmen je nach Kapitalausstattung stärker oder schwächer gewichtet.³⁸ Die Entwicklungen des DAX 30 im Oktober 2008 zeigen jedoch, dass

36 Vgl. Grill/Perczynski 2003, S. 264.

37 Vgl. Deutsche Börse Group 2007, S. 7.

38 Vgl. Beike/Schlütz 1999, S. 140.

einzelne Werte durchaus in der Lage sind, den gesamten Indexverlauf zu verändern. Im konkreten Fall war die Informationsfunktion des DAX 30 nicht mehr gegeben, weil der Indexverlauf aufgrund massiver Spekulationen durch *Leerverkäufe*³⁹ in VW-Aktien die Marktentwicklung nicht abbilden konnte. Bei solchen Leerverkäufen leihen sich Spekulanten gegen eine Gebühr Aktien aus, die sie an der Börse verkaufen. Wenn die Papiere nach der Leihfrist wieder zurückgegeben werden müssen, kaufen sich die Investoren die notwendigen Papiere an der Börse wieder zurück. Der Spekulant wettet daher auf fallende Kurse. Da aufgrund des Porsche-Engagements der Streubesitz bei VW-Aktien massiv verringert wurde, kauften die Trader panikartig die am Markt erhältlichen VW-Anteile, um sie nach Ablauf der Leihfrist wieder zurückgeben zu können.⁴⁰

Börsenindizes sind geschützte Warenzeichen und werden von verschiedenen Gesellschaften, wie z.B. Dow Jones & Company Ltd., Morgan Stanley Capital International oder der Deutschen Börse AG angeboten. Für die Verwendung dieser Indizes erhalten die Indexanbieter entsprechende Lizenzgebühren.⁴¹ Hierdurch ergibt sich eine *Produktfunktion* von Indizes. Als dritte Funktion erfüllen sie noch die *Benchmarkfunktion*, indem Indizes als Vergleichsmaßstab für den Erfolg von Wertpapieranlagen herangezogen werden.⁴² Auch in Geschäftsberichten wird unter dem Informationspunkt zur Aktie des Unternehmens regelmäßig die Entwicklung des eigenen Kurses im Vergleich zum zugehörigen Index dargestellt und Abweichungen analysiert.

Die Deutsche Börse AG ermittelt sowohl so genannte All-Share-Indizes, als auch Auswahlindizes. Bei den *All-Share-Indizes* werden die Kurse sämtlicher Aktien eines bestimmten Marktsegments berücksichtigt ohne Berücksichtigung weiterer Kriterien. In *Auswahlindizes* werden hingegen nur Aktien von Gesellschaften aufgenommen, die bestimmte Werte zu Auswahlkriterien wie z.B. Um-

39 Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht hat im Zuge der Finanzmarktkrise bereits 2008 das temporär ausgesprochene Verbot von Leerverkäufen von Finanzunternehmen aus DAX 30 und MDAX bis März 2009 verlängert. Hierdurch sollen Spekulationen auf fallende Kurse bei Finanztiteln unterbunden werden (Vgl. o. V. 2009, S. 13).

40 Vgl. Atzler u. a. 2008, S. 1.

41 Vgl. Grill/Perczynski 2003, S. 274.

42 Vgl. Grill/Perczynski 2003, S. 275.

satz und *Marktkapitalisierung*⁴³ erfüllen.⁴⁴ Die Indizes DAX 30, MDAX, SDAX sowie TecDAX stellen die wichtigsten Auswahlindizes der Deutschen Börse AG dar. Eine Listung in einem dieser Indizes erhöht die Wahrnehmung (auch als „Visibilität“ bezeichnet) einer Gesellschaft am Kapitalmarkt. Dies soll die Aufmerksamkeit von Investoren auf die Aktie lenken.⁴⁵ Des Weiteren richtet eine Vielzahl von Investmentfonds ihr Portfolio an verschiedenen Aktienindizes aus. Die Zugehörigkeit aber auch eine Veränderung der Gewichtung innerhalb eines Index kann zu Käufen oder Verkäufen der jeweiligen Aktien durch diese Investmentfonds führen.

Abbildung 8: Überblick über die untersuchten Auswahlindizes der Deutschen Börse AG⁴⁶

DAX 30	Der Deutsche Aktienindex (DAX) ist der bekannteste und für den deutschen Aktienmarkt wichtigste Index. Er setzt sich aus den 30 größten und umsatzstärksten Standardwerten (Blue Chips) zusammen, die entweder ihren juristischen oder operativen Sitz in Deutschland haben oder einen Schwerpunkt des Handelsumsatzes an der Frankfurter Wertpapierbörse haben.
MDAX	Im MDAX werden weitere 50 Unternehmen, die kleiner als die DAX-Unternehmen sind (so genannte Midcap-Werte) zusammengefasst. Unternehmen in diesem Index müssen entweder ihren juristischen oder operativen Sitz in Deutschland oder einen Schwerpunkt des Handelsumsatzes an der Frankfurter Wertpapierbörse haben.
SDAX	Speziell für mittelständische Unternehmen wurde dieser Index entwickelt, der 50 Werte unterhalb des MDAX umfasst. Ebenso wie bei DAX 30 und MDAX müssen SDAX-Unternehmen entweder ihren juristischen oder operativen Sitz in Deutschland oder einen Schwerpunkt des Handelsumsatzes an der Frankfurter Wertpapierbörse haben.
TecDAX	Der TecDAX beinhaltet ausschließlich Technologieunternehmen unterhalb des DAX 30 und setzt sich aus 30 Werten zusammen. Auch beim TecDAX müssen entweder juristischer oder operativer Sitz in Deutschland sein oder ein Schwerpunkt des Handelsumsatzes an der Frankfurter Wertpapierbörse liegen.

Aufgrund der hohen Bedeutung, einer Aufnahme in einen dieser vier Indizes, sind sie als Datenbasis für den empirischen Teil dieser Studie geeignet. Da sich

43 Unter Marktkapitalisierung ist der Marktpreis einer Gesellschaft zu verstehen. Dieser ergibt sich aus Multiplikation der Anzahl der Aktien einer Gesellschaft mit dem Börsenkurs. Die Marktkapitalisierung stellt nicht den Unternehmenswert dar, sondern lediglich den Preis, den ein Käufer für die Gesellschaft aktuell zahlen müsste. Der tatsächliche Wert kann unter oder über diesem Preis liegen.

44 Vgl. Bieg/Kußmaul 2000, S. 184.

45 Vgl. Deutsche Börse Group 2007, S. 17.

46 Eigene Darstellung in Anlehnung an Deutsche Börse Group 2008, S. 8 und S. 19.

die Zusammenstellung der einzelnen Indizes permanent verändert, wurde die Zusammensetzung per 30. September 2008 als Grundlage zur Analyse festgelegt. Hierdurch sind einige Gesellschaften mit untersucht worden, die im Betrachtungszeitraum zeitweise noch nicht börsennotiert waren (z.B. die DEMAG Cranes AG). Ebenso sind Gesellschaften nicht untersucht worden, die innerhalb der Betrachtungsperiode Rückkäufe tätigten, aber zum Stichtag nicht mehr in den Indizes enthalten waren (z.B. die BB Medtech AG).

2.1.4 Erwerb eigener Anteile

Unter dem *Erwerb eigener Anteile* ist der Übergang des Eigentums von Aktien, die sich bereits im Umlauf befinden, an die emittierende Gesellschaft zu verstehen.⁴⁷ Damit sind nicht nur Käufe zu verstehen, sondern auch sämtliche weiteren Rechtsgeschäfte, bei denen das Eigentum übergeht, wie z.B. Tausch, Schenkung oder Erbschaft. Vor diesem Hintergrund greift der allgemein genutzte Terminus des Aktienrückkaufs zu kurz, wird aber im Rahmen der vorliegenden Studie dennoch genutzt, da er allgemein anerkannt ist.⁴⁸ Des Weiteren wurden sämtliche Erwerbe eigener Anteile, die im Rahmen dieser Studie untersucht wurden als Kauf durchgeführt, andere Übertragungsarten waren nicht zu identifizieren.

Aktienrückkäufe waren in Deutschland über einen langen Zeitraum hinweg bis auf wenige gesetzlich erlaubte Ausnahmen verboten. Dieses Verbot war Ergebnis der negativen Erfahrungen, die mit Aktienrückkäufen während der Weltwirtschaftskrise 1929-1931 gemacht wurden.⁴⁹ Während dieses Zeitraums kauften viele Gesellschaften bis zu 50 % ihrer eigenen Anteile zurück, um den anhaltenden Kursverlust ihrer Papiere an der Börse zu stoppen. Da die Nachfrage nach Aktien lediglich künstlicher Natur war, stellte sich nicht der gewünschte Erfolg ein und die Kurse sackten weiter ab. Daraufhin sahen sich die meisten Gesellschaften mit hohen Abschreibungen auf ihre eigenen Anteile in der Gewinn- und Verlustrechnung konfrontiert.⁵⁰ Diese Entwicklung in Kombination mit Liquiditätsabflüssen durch den Rückkauf selbst führte zum Eintritt in eine Verlustspirale, die schließlich in zahlreichen Insolvenzfällen mündete. Vor diesem Hintergrund sind die Optionen der Änderungsrichtlinie 2006/68/EG äußerst kritisch anzusehen, nach

47 Vgl. Küting 1998, S. 4.

48 In den USA wird lediglich vom Buy Back oder Repurchase gesprochen und damit tatsächlich einer engen Definition gefolgt, die hierunter lediglich den Kauf eigener Anteile versteht.

49 Vgl. Last 2006, S. 1.

50 Vgl. Seifert 2006, S. 15.

der der Gesetzgeber in Deutschland die bestehende prozentuale Beschränkung⁵¹ zum Erwerb eigener Anteile gänzlich aufheben kann.

Vom Erwerb eigener Aktien sind so genannte *Vorratsaktien* zu unterscheiden. Bei der Gründung einer Aktiengesellschaft beziehungsweise in Ausübung eines bei einer Kapitalerhöhung eingeräumten Umtausch- oder Bezugsrechts kann ein Dritter auf Rechnung der Gesellschaft Aktien übernehmen. Diese Aktien unterscheiden sich von den eigenen Anteilen dadurch, dass sie noch nicht im Handel waren und dadurch nicht von der Gesellschaft zurück erworben wurden. Einzige Gemeinsamkeit zwischen beiden ist, dass ihre Stimmrechte nicht ausgeübt werden können. (§ 136 Abs. 2 AktG).⁵²

2.2 Rechtliche Rahmenbedingungen

2.2.1 Rahmenbedingungen des § 71 AktG

In Deutschland spielt der Rückkauf eigener Anteile seit Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) durch den dortigen Art. 1 Nr. 5 a cc eine Rolle.⁵³ Erst seit dem 01. Mai 1998 ermöglicht damit § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG Aktienrückkäufe in nennenswertem Umfang. Eine Aktiengesellschaft darf maximal zehn Prozent des Grundkapitals zurückkaufen. Der Erwerb muss zunächst durch eine Ermächtigung der Aktionäre auf der Hauptversammlung legitimiert werden, wobei die Legitimation für maximal 18 Monate gilt. Des Weiteren werden in der Ermächtigung das maximale und das minimale Rückkaufvolumen festgelegt. Üblicherweise erfolgt dabei keine betragsmäßige Festlegung, sondern der höchste bzw. niedrigste Gegenwert wird durch Anbindung an einen Referenzkurs nur relativ festgelegt. Neben diesen zeitlichen und quantitativen Beschränkungen darf der Rückkauf eigener Aktien weder der permanenten Kurspflege noch dem Handel in eigenen Anteilen dienen. Hierdurch wird Spekulationsgeschäften des Vorstands vorgebeugt.⁵⁴ Darüber hinaus kann der Rückkauf nach Nr. 8 nur durchgeführt werden, wenn eine Rücklage in gleicher Höhe gebildet wurde (§ 71 Abs. 2 AktG). Diese Vorschrift soll eine dem Gläubigerschutz unterliegende Rückzahlung von Kapital verhindern.

51 Vgl. hierzu ausführlich Kapitel 2.2.1.

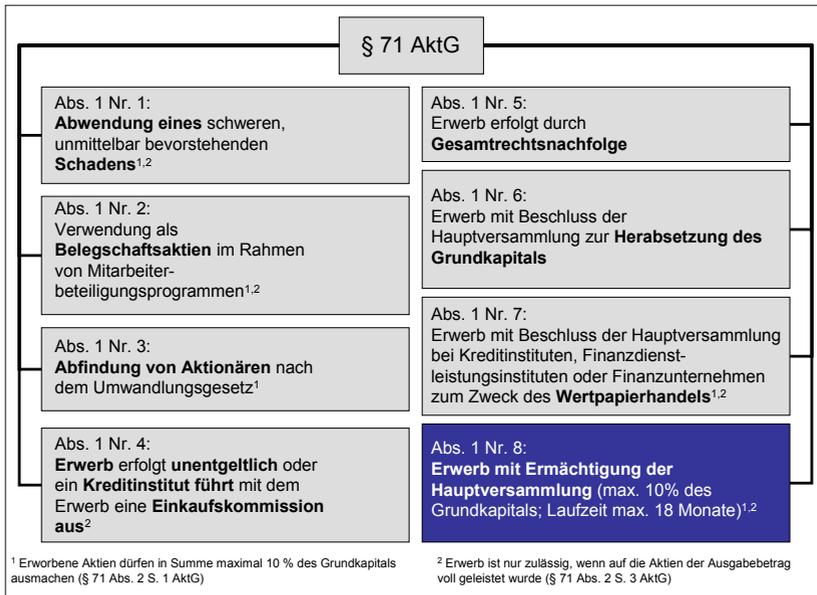
52 Vgl. Wöhe/Bilstein 1998, S. 54.

53 Vgl. Nekat/Nippel 2006, S. 25.

54 Vgl. Perridon/Steiner 1999, S. 368.

Im Gegensatz zu § 71 Abs. 1 Nr. 1-7 AktG, ermöglicht Nr. 8 den Rückkauf ohne vorgegebene Zweckbestimmung. Damit erweist sich diese Option als zentraler Parameter zum Einsatz von Aktienrückkäufen, um die Finanzierungspolitik und strategische Ausrichtung einer Aktiengesellschaft zu gestalten. Zudem bieten Rückkäufe nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG (ohne Zweckbestimmung) im Vergleich zu § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG (Kapitalherabsetzung) einen weiteren wesentlichen Vorteil im Rahmen der Kapitalherabsetzung: Der Erwerb eigener Anteile nach Nr. 8 kann rückgängig gemacht werden, indem die eigenen Anteile im Bestand zu einem späteren Zeitpunkt wieder veräußert werden. Das Gesetz lässt diesen Vorgang explizit zu. Aus den geschilderten Gründen wurden im Rahmen der vorliegenden Studie - sofern ersichtlich - ausschließlich Rückkäufe nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG erfasst. Die Einschränkung ist notwendig, da bei eigenen Aktien im Bestand nicht klar ist, nach welcher Möglichkeit des § 71 Abs. 1 AktG der Rückkauf durchgeführt wurde. Daher erfolgt an dieser Stelle ein kurzer Überblick über die praktische Relevanz der weiteren Rückkaufmöglichkeiten.

Abbildung 9: Übersicht über Rückkaufmöglichkeiten nach § 71 Abs. 1 AktG



Quelle: Eigene Darstellung.

Die meisten Rückkaufmöglichkeiten des § 71 AktG kommen in der betrieblichen Praxis selten vor. In nennenswertem Umfang sind Ermächtigungen nach Nr. 2 (Belegschaftsaktien) vorzufinden, da viele Aktiengesellschaften im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen der Belegschaft eigene Aktien als Entgeltbestandteil anbieten. Mittlerweile werden verstärkt nicht zweckgebundene Aktienrückkäufe nach Nr. 8 (ohne Zweckbestimmung) explizit zur Bedienung solcher Beteiligungsprogramme genutzt. Inwiefern vor diesem Hintergrund der zweckgebundene Rückkauf nach Nr. 2 (Belegschaftsaktie) im Aktiengesetz als weiterhin notwendig erscheint, ist daher fraglich. Dabei ist der Erwerb eigener Anteile nach Nr. 2 aus zwei Gründen wenig geeignet, um die Unternehmenspolitik zu beeinflussen. Zum einen ist das real erworbene Volumen solcher Rückkäufe vernachlässigbar. In den Fällen, in denen auf Basis von Nr. 2 und Nr. 8 Anteile zurück erworben wurden und dies ersichtlich war, stellten die Aktien für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme stets weniger als 5 % des gesamten Rückkaufvolumens dar. Das Volumen könnte zwar theoretisch auf bis zu 10 % des Grundkapitals ausgeweitet werden, was aufgrund der Zweckbestimmung wenig sinnvoll ist.

Zum zweiten dürfen eigene Anteile, die nach Nr. 2 (Belegschaftsaktie) zurückgekauft wurden nur zur Weitergabe an die Belegschaft verwendet werden. Ein Einzug oder ein späterer Verkauf dieser Papiere ist nicht möglich, was die Einsatzmöglichkeiten massiv beschränkt.

Kreditinstitute und andere Finanzunternehmen lassen sich neben einer Ermächtigung zum Rückkauf eigener Anteile nach Nr. 8 (ohne Zweckbestimmung) oftmals eine zusätzliche Ermächtigung nach Nr. 7 (Eigenhandel) erteilen. Alleine dieser Umstand kann bereits zu Intransparenz führen, wie das Beispiel Deutsche Bank AG zeigt. Dem Vorstand liegen Ermächtigungen zum Rückkauf nach § 71 Abs. 1 Nr. 7 und Nr. 8 AktG vor.⁵⁵ Die Bestände an eigenen Anteilen zum Bilanzstichtag werden allerdings in einer Summe angegeben.⁵⁶ Das Problem hierbei ist, dass die Rückkäufe nach § 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG zweckgebunden erfolgen, während die Rückkäufe nach Nr. 8 nicht zweckgebunden sind. Dem Anteilseigner ist somit nicht ersichtlich, in welchem Umfang Rückkäufe nach welcher Ermächtigung durchgeführt wurden.

Im Rahmen der Recherchen zur vorliegenden Studie konnte bei der ThyssenKrupp AG ein Rückkauf eigener Anteile nach Nr. 1 (Schadensabwehr) auffindig gemacht werden. Dieser fand zwar außerhalb des Betrachtungszeitraums

55 Vgl. Geschäftsbericht Deutsche Bank AG 2007, S. 41.

56 Vgl. Geschäftsbericht Deutsche Bank AG 2007, S. 104, S. 183 u. S. 185.

der Studie statt, soll aufgrund seiner Außergewöhnlichkeit dennoch geschildert werden. Die ThyssenKrupp AG erwarb im Mai 2003 eigene Aktien im Wert von 409 Mio. € von der IFIC Holding AG. Das entspricht einem Anteil von 3,29 % am Grundkapital von ThyssenKrupp. Der Rückkauf erfolgte nach § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG, um einen schweren, unmittelbar bevorstehenden Schaden von der Gesellschaft abzuwenden, da sich die IFIC Holding AG im unmittelbaren Anteilsbesitz der Republik Iran befand. Die US-amerikanische Gesetzgebung verbietet es dem amerikanischen Verteidigungsministerium grundsätzlich, Aufträge an Unternehmen zu vergeben, wenn ein Staat einen wesentlichen, das heißt mehr als 5 %igen Anteil besitzt oder kontrolliert und das Secretary of State diesen Staat der Unterstützung terroristischer Aktionen beschuldigt. Betroffene Unternehmen, wie in diesem Fall ThyssenKrupp, werden dann in einer öffentlich zugänglichen Liste als für „Regierungsaufträge unqualifiziert“ aufgenommen. Insbesondere Unternehmen der US-amerikanischen Automobilindustrie fordern wiederum von Zulieferern die Versicherung, dass sie uneingeschränkt zum Abschluss von Regierungsaufträgen befähigt sind. Ende April 2003 wurde ThyssenKrupp seitens des US-Verteidigungsministeriums mitgeteilt, dass die Gesellschaft definitiv auf obige Liste gesetzt wird, da die IFIC Holding AG zu mehr als 5 % an ihr beteiligt war. ThyssenKrupp hatte von diesem Zeitpunkt an nur wenige Tage Zeit zu reagieren. Da der Konzernumsatz in den USA mit rund 8 Mrd. US-\$ in wesentlichen Teilen als gefährdet anzusehen war und die US-Regierung keine anderen Lösungsvorschläge akzeptierte, entschloss sich das Unternehmen zum Rückkauf eigener Anteile von der IFIC Holding AG, damit deren Beteiligung unter 5 % sank.⁵⁷ Der Bestand an eigenen Anteilen aus diesem „Notkauf“ wurde anschließend bis November 2005 wieder vollständig abgebaut.⁵⁸ Insgesamt dürften Fälle wie der gerade beschriebene jedoch exotischen Charakter haben.

Hinsichtlich der Publizität gegenüber den Anteilseignern hat der Vorstand bei nicht zweckgebundenen Rückkäufen die nächste Hauptversammlung über Gründe und voraussichtlichen Zweck des Erwerbs, die Zahl der rückgekauften Aktien, den Betrag des Grundkapitals, der hierauf entfällt, sowie den Gegenwert der erworbenen Anteile zu informieren. Bezüglich des Umfangs und der Art der Informationsweitergabe erfolgt vom Gesetzgeber keine Empfehlung. Des Weiteren gilt zu bedenken, dass zwischen Abschluss eines Rückkaufprogramms und nächster Hauptversammlung ein beträchtlicher Zeitraum liegen kann. Da einige

57 Vgl. Geschäftsbericht ThyssenKrupp AG 2004/2005, S. 140-141.

58 Vgl. Geschäftsbericht ThyssenKrupp AG 2005/2006, S. 30.

Gesellschaften nach Abschluss des Rückkaufprogramms die Informationsseite zu Aktienrückkäufen auf ihrer Homepage abschalten, sind im Extremfall in diesem Zeitraum lediglich Informationen zu durchgeführten Rückkäufen über die Zwischenberichterstattung der Gesellschaft erhältlich.⁵⁹

Ebenfalls hat die Gesellschaft nach § 71 Abs. 3 S. 3 AktG die *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin) unverzüglich über das Vorliegen einer Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG zu informieren. Für das Jahr 2008 ist im Rahmen der vorliegenden Studie festzustellen, dass die BaFin-Datenbank kaum Meldungen zu Ermächtigungen nach Nr. 8 enthält. Eine Rückfrage bei der BaFin zu diesem Phänomen ergab, dass derzeit elektronische Probleme mit der Datenbank eine zeitnahe Speicherung und Veröffentlichung der Hauptversammlungsbeschlüsse scheinbar verhindert.⁶⁰

2.2.2 Weitere gesetzliche Bestimmungen

Im Rahmen von Aktienrückkaufprogrammen ist der Aufsichtsrat zumindest insofern involviert, als er in der Einladung zur Hauptversammlung zu jedem Gegenstand der Tagesordnung Vorschläge zu machen hat.⁶¹ Darüber hinaus stellen die so genannten zustimmungspflichtigen Geschäfte nach § 111 Abs. 4 S. 2 AktG ein zentrales Instrument zur Überwachung der Vorstandsaktivitäten durch den Aufsichtsrat dar. Soweit diese Art von Geschäften nicht bereits von der Hauptversammlung geregelt ist, hat sich der Aufsichtsrat selbständig einen Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte zu „kreieren“. ⁶² Damit existieren bei den untersuchten Gesellschaften durchaus unterschiedliche Definitionen, ob und wie weit Aktienrückkäufe als zustimmungspflichtig anzusehen sind, wie folgende Beispiele verdeutlichen:⁶³

- „Der Vorstand wurde durch Beschluss der Hauptversammlung vom 23. Mai 2007 ermächtigt, bis zum 22. November 2008 *mit Zustimmung des Aufsichtsrats* eigene Aktien der Gesellschaft ... zu erwerben.“⁶⁴
- „Der Vorstand wurde ferner ermächtigt, *mit Zustimmung des Aufsichtsrats* eine Veräußerung der erworbenen Aktien ... vorzunehmen, soweit dies ...

59 Vgl. hierzu das Beispiel der KUKA AG in Kap. 7.2.

60 E-mail der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 24.10.2008.

61 Vgl. § 124 Abs. 3 AktG.

62 Vgl. Gerum 2007, S. 255.

63 Hervorhebungen durch den Autor.

64 Geschäftsbericht Bilfinger Berger AG 2007, S. 111.

zu dem Zweck erfolgt, Unternehmen oder Beteiligungen an Unternehmen zu erwerben.“⁶⁵

- „Der Vorstand ist außerdem ermächtigt, *mit Zustimmung des Aufsichtsrats* die erworbenen Aktien ... im Rahmen von Unternehmenszusammenschlüssen ... zu veräußern ... Ferner ist der Vorstand ermächtigt, *mit Zustimmung des Aufsichtsrats* die erworbenen Aktien einzuziehen.“⁶⁶
- „*Der Aufsichtsrat kann bestimmen*, dass Maßnahmen des Vorstands auf Grund dieser Ermächtigung zum Erwerb und zur Verwendung eigener Aktien nur mit seiner Zustimmung vorgenommen werden dürfen.“⁶⁷

Da die Ausgangsüberlegung dieser Untersuchung von einem nur geringen Kenntnisstand bei Aufsichtsräten zu Aktienrückkäufen ausgeht, ist zu vermuten, dass die Kataloge zustimmungspflichtiger Geschäfte nur in wenigen Fällen explizit den Aktienrückkauf beeinhalt.

Werden Rückkaufprogramme durchgeführt, ist nach § 15 WpHG eine Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen, da Rückkäufe als Insidergeschäft zu interpretieren sind.⁶⁸ Diese Publizitätspflicht kann als unzureichend angesehen werden, da lediglich der Beginn eines Rückkaufprogramms einer Ad-hoc-Mitteilung bedarf. Die Beendigung eines solchen Programms ist hingegen nicht ad hoc pflichtig. Ebenso wird bei Erteilung der Ermächtigung zum Rückkauf eigener Anteile durch die Hauptversammlung keine Ad-hoc-Mitteilung vorgeschrieben. Der tatsächliche Nutzen einer einzigen Pflichtmitteilung innerhalb eines mehrmonatigen Prozesses ist insofern fraglich. Vielmehr erscheint es sinnvoll, auch an anderen Stellen Transparenz durch eine entsprechende Pflichtveröffentlichung zu schaffen.

Mit den Paragraphen §§ 116, 93 Abs. 2 AktG ergibt sich eine Schadensersatzpflicht des Aufsichtsrats gegenüber der Gesellschaft, die sich bei verbotswidrigem Erwerb eigener Anteile ableiten lässt. Den Aufsichtsrat trifft dann der Vorwurf des pflichtwidrigen Verhaltens.⁶⁹ Gerade vor der sich immer weiter verschärfenden Haftung von Aufsichtsratsmitgliedern, ergibt sich daher die Notwendigkeit zu fundierten Kenntnissen über die Wirkungen des Instruments „Aktienrückkauf“. Innerhalb einer guten Corporate Governance sollten somit alle Aufsichtsratsmitglieder in der Lage sein, den Vorstand auf Risiken hinzuweisen und damit ihrer Beratungs- als auch Kontrollfunktion gerecht werden. Für die Gesellschaft, die

65 Geschäftsbericht Deutsche Bank AG 2007, S. 41.

66 Geschäftsbericht KUKA AG 2007, S. 65.

67 Geschäftsbericht ThyssenKrupp AG 2006/07, S. 50.

68 Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2005, S. 44.

69 Vgl. Pertlwieser 2006, S. 26.

Beschäftigten und die Eigentümer können sich Risiken⁷⁰ beispielsweise durch bewusste Veränderungen der Aktionärsstruktur, zusätzliche Verschuldung der Gesellschaft oder Unterlassung notwendiger Investitionen ergeben.

2.3 Darstellung im Geschäftsbericht

Der *Geschäftsbericht* einer Aktiengesellschaft ist als wichtigstes Instrument einer erfolgreichen Finanz- und Unternehmenskommunikation auch im Zeitalter des Internets anzusehen. Da er auf einen Stichtag bezogen ist und sich an der Vergangenheit orientiert, kann er nicht als aktuelle Informationsquelle dienen. Vielmehr sind Geschäftsberichte ein Instrument der Imagebildung und Markenpflege. Auch Investoren müssen als Kunden des Unternehmens gesehen werden. Die Investor Relations-Politik soll diese Kundengruppe ansprechen und dafür Sorge tragen, dass über sie „Fresh Money“ in die Gesellschaft fließt.

Geschäftsberichte enthalten neben dem Jahresabschluss weitere, oftmals freiwillige Informationen für die Unternehmenseigner sowie interessierte Dritte. In Deutschland müssen börsennotierte Unternehmen seit dem 01. Januar 2005 ihren Konzernjahresabschluss nach den international gebräuchlichen *International Financial Reporting Standards* (IFRS) erstellen (§ 315a Abs. 2 HGB)⁷¹. Der Jahresabschluss der Einzelgesellschaften ist weiterhin nach dem deutschen *Handelsgesetzbuch* (HGB) zu erstellen. Der Grund hierfür ist, dass der Konzernabschluss lediglich eine Informationsfunktion hat, während der Einzelabschluss eine Besteuerungs- und Ausschüttungsbemessungsfunktion erfüllt⁷² und die deutsche Steuergesetzgebung auf einem HGB-Abschluss basiert und bislang nicht kompatibel zu IFRS-Vorschriften ist. Gleichzeitig liegen vielen Aufsichtsratsmitgliedern weiterhin Jahresabschlüsse nach HGB vor. An dieser Stelle wird daher ein Überblick über die Darstellung von Aktienrückkäufen im Geschäftsbericht, gegliedert nach der jeweiligen Fundstelle, gegeben. Anschließend erfolgen Hinweise, inwiefern sich die Darstellungen nach IFRS beziehungsweise HGB voneinander unterscheiden können.

70 Unter Risiko ist in diesem Zusammenhang eine negative Abweichung vom Erwartungswert zu verstehen.

71 Die Verpflichtung zur Erstellung eines Konzernjahresabschlusses wird durch §§ 290-293 HGB geregelt. Erst im Anschluss findet § 315a HGB Anwendung, der den Rechtsrahmen für die Anwendung der IFRS im Konzernjahresabschluss bildet (Vgl. Ditges/Arendt 2008, S. 163).

72 Vgl. Kümpel 2006, S. 314.

Im Geschäftsbericht können an bis zu sechs Stellen Informationen zu Aktienrückkaufprogrammen recherchiert werden:

1.) Informationen zur Aktie

Fester Bestandteil in Geschäftsberichten börsennotierter Gesellschaften sind die Informationen zur Aktie: Im Rahmen dieser Angaben sind unabhängig vom angewandten Rechnungslegungsstandard gelegentlich Daten zum Rückkaufzeitraum und erworbenen Volumen zu finden. Die Informationen an dieser Stelle sind jedoch freiwilliger Natur. Dementsprechend unterschiedlich ist das Berichtsverhalten hinsichtlich Umfang und Qualität.

2.) Lagebericht

Im Rahmen der Angaben nach § 315 Abs. 4 Nr. 7 HGB sind im Lagebericht „die Befugnisse des Vorstandes insbesondere der Möglichkeit, Aktien ... zurückzukaufen“ anzugeben. Zu beachten ist dabei, dass der Konzernlagebericht nach § 297 Abs. 1 HGB zwar zwingend zu erstellen ist, allerdings keinen Bestandteil des Konzernjahresabschlusses bildet und daher in Geschäftsberichten immer getrennt dargestellt wird. Der Konzernjahresabschluss ist in vielen Geschäftsberichten farblich vom restlichen Inhalt abgegrenzt und besitzt ein eigenes Inhaltsverzeichnis.

3.) Bilanz

Im Rahmen des bilanziellen Ausweises liegt der Hauptunterschied zwischen HGB- und IFRS-Rechnungslegung für eigene Anteile.

IAS⁷³ 32.33 regelt, dass Bestände an eigenen Aktien vom Eigenkapital abzuziehen sind. Hierbei hat die Gesellschaft nach IAS 1.76 (a) das Wahlrecht, den Betrag entweder direkt im Eigenkapital der Bilanz abzuziehen oder die Angaben zu eigenen Anteilen im Anhang anzugeben. Somit herrscht für eigene Anteile nach IFRS ein Aktivierungsverbot und sie stellen keinen Vermögensgegenstand dar.

73 Bereits seit 1973 existierte das International Accounting Standards Committee (IASC), das sich mit der Entwicklung von international anerkannten Rechnungslegungsstandards beschäftigte, den International Accounting Standards (IAS). Im Jahr 2001 erfolgte eine Restrukturierung dieser Organisation, in deren Zuge auch der Name in International Accounting Standards Board (IASB) geändert wurde. Die seitdem entwickelten internationalen Rechnungslegungsstandards werden als IFRS (International Financial Reporting Standards) bezeichnet. Die IAS stellen somit Standards dar, die bereits vor 2001 entwickelt wurden und weiterhin gültig sind (Vgl. Ditzes/Arendt 2008, S. 17ff).

Nach deutschem Handelsrecht sind eigene Anteile im Umlaufvermögen nach § 272 Abs. 1 HGB in Verbindung mit § 266 Abs. 2 B. III. 2. HGB in der Position „eigene Anteile“ zu aktivieren, wenn zum Zeitpunkt des Erwerbs noch nicht feststeht, ob ein Einzug der Papiere erfolgen soll. Zum Zweck der Ausschüttungssperre ist auf der Passivseite der Bilanz eine entsprechende Rücklage in gleicher Höhe zu bilden.⁷⁴ Eigene Anteile stellen damit im Gegensatz zur IFRS-Rechnungslegung einen eigenständigen Vermögensgegenstand dar. In den Fällen, in denen die Hauptversammlung bereits beim Erwerb der eigenen Anteile den späteren Einzug festlegt, sind sie nach § 272 Abs. 1 HGB analog zur IFRS-Rechnungslegung vom Eigenkapital abzuziehen und stellen dann keinen Vermögensgegenstand dar.⁷⁵ In den meisten Fällen werden eigene Anteile nach HGB jedoch im Umlaufvermögen als eigenständiger Vermögensgegenstand bilanziert.⁷⁶

Abbildung 10: Eigenkapital laut Bilanz der Deutschen Börse AG⁷⁷

Passiva	2007	2006
	Mio. €	Mio. €
EIGENKAPITAL		
Gezeichnetes Kapital	200,0	102,0
Kapitalrücklage	1.242,0	1.340,0
Eigene Aktien	-589,8	-443,1
Neubewertungsrücklage	32,1	12,9
Angesammelte Gewinne	1.493,0	1.251,6
Konzerneigenkapital	2.377,3	2.263,4
Ausgleichsposten für Anteile anderer Gesellschafter	312,9	19,9
Summe Eigenkapital	2.690,2	2.283,3

4.) Kapitalflussrechnung

Die Pflicht zur Aufstellung sowie die Inhalte der Kapitalflussrechnung werden in IAS 7 geregelt. Dort bestimmt IAS 7.17 (a), dass im Rahmen des „Cashflow

74 Vgl. Bieg/Kußmaul 2006, S. 545.

75 Vgl. Seifert 2006, S. 47.

76 Vgl. Schremper 2001, S. 28.

77 Geschäftsbericht Deutsche Börse AG 2007, S. 103.

aus der Finanzierungstätigkeit“ die Auszahlungen zum Rückerwerb eigener Anteile anzuführen sind. Nachfolgende Abbildung zeigt hierzu beispielhaft den Cashflow aus Finanzierungstätigkeit der PUMA AG aus dem Geschäftsbericht 2007.

Abbildung 11: Kapitalflussrechnung der PUMA AG.⁷⁸

		2007	2006
	Anhang	€ Mio.	€ Mio.
Laufende Geschäftstätigkeit			
...			
Finanzierungstätigkeit			
Einzahlungen/Auszahlungen langfristiger Verbindlichkeiten		-5	-3,9
Einzahlungen/Auszahlungen kurzfristiger Bankdarlehen	12	-4,8	20,8
Einzahlungen/Auszahlungen der Wandelschuldverschreibung	19	0	0
Dividendenzahlung	18	-39,9	-31,8
Dividendenzahlung Minderheiten	18	-1,2	0
Kapitaleinzahlungen	19	12,9	70,7
Erwerb von eigenen Anteilen	18	-76,3	-66
Andere Veränderungen		0	0,4
Mittelabfluss aus der Finanzierungstätigkeit	26	-115,3	-9,8
...			
Flüssige Mittel am Ende des Geschäftsjahres	4,26	522,5	459,2

Im Jahresabschluss ist nach deutscher Rechnungslegung durch § 297 Abs. 1 HGB eine Kapitalflussrechnung zwingend nur für den Konzernabschluss vorgeschrieben. Aufgrund internationaler Gepflogenheiten sind Kapitalflussrechnungen mittlerweile auch in Einzelabschlüssen nach HGB zu finden.

5.) Eigenkapitalveränderungsrechnung

Nach IAS 1.97 (a) können Angaben zu Transaktionen mit Aktionären im Anhang oder in der Aufstellung der Veränderungen des Eigenkapitals erfolgen. Beispielhaft sei nachfolgend der Eigenkapitalspiegel der Axel Springer AG aus dem Geschäftsbericht 2007 dargestellt.

78 Geschäftsbericht PUMA AG 2007, S. 84.

Abbildung 12: Eigenkapitalveränderungsrechnung der Axel Springer AG.⁷⁹

<u>Eigenkapitalveränderungsrechnung 2007</u>							
TEUR							
	Anzahl der im Umlauf befindlichen Aktien (Stück)	Gezeich- netes Kapital	Kapital- rücklage	Erwirt- schaf- tetes Eigen- kapital	Eigene Anteile	Konzern- eigenkapital	
Stand 1.1.2007	30.662.300	102.000	35.231	1.271.848	-181.203 ...	1.795.078	
Veränderung aus der Währungsumrechnung							-377
Veränderungen der Zeitwerte von Finanzinstrumenten nach Steuern							-158.652
Summe des direkt im Eigenkapital erfassten Ergebnisses	0	0	0	0	0 ...	-159.029	
Konzernjahresergebnis				-299.619			-288.431
Konzerngesamtergebnis	0	0	0	-299.619	0 ...	-447.460	
Gewinnausschüttungen				-107.318			-112.005
Erwerb eigener Anteile	-62.300			-55.376	55.376 ...	0	
Kapitalherabsetzung		-3.060	3.060				-7.935
Managementbeteiligungs- programm			969				969
Sonstige erfolgsneutrale Veränderungen bei Unternehmen, die nach der Equity- Methode bilanziert werden							-7.585
H&F Call-Option			-258				-258
Konsolidierungskreis- änderungen				1.072			-9.673
Sonstige Veränderungen							697
Stand 31.12.2007	30.600.000	98.940	39.002	810.607	-133.762 ...	1.211.828	

Ebenso wie die Kapitalflussrechnung, ist die Eigenkapitalveränderungsrechnung (Eigenkapitalspiegel) nach HGB nur bei Konzernabschlüssen zwingend vorgeschrieben (§ 297 Abs. 1 HGB).

6.) Anhang

Hier lassen sich Informationen nach IAS 1.75 (a), 1.97 (a) sowie im Rahmen der allgemeinen Erläuterungen zu Positionen der Bilanz, Kapitalflussrechnung und Eigenkapitalveränderungsrechnung nach IAS 1.105 (c) finden.

Des Weiteren schreibt § 160 Abs. 1 Nr. 2 AktG für Aktiengesellschaften vor, dass im Anhang unabhängig vom angewandten Rechnungslegungsstandard auch Angaben zum Bestand an eigenen Aktien zu erfolgen haben. Hierbei unterscheidet das Aktiengesetz in Angaben zu eigenen Anteilen im Bestand und dem Erwerb bzw. Verkauf eigener Anteile im abgelaufenen Geschäftsjahr. Für eigene Anteile im Bestand sind Anzahl, Betrag und Anteil des auf sie ent-

⁷⁹ Geschäftsbericht Axel Springer AG 2007, S. 92.

fallenden Grundkapitals, Zeitpunkt sowie Gründe für den Erwerb anzugeben. Hinsichtlich eigener Anteile, die im abgelaufenen Geschäftsjahr erworben oder verkauft wurden sind zusätzlich zu obigen Angaben auch Informationen zu Erwerb oder Veräußerung darzustellen. An Stelle der Gründe für den Erwerb sind bei Veräußerungen Angaben zur Verwendung des Erlöses zu machen.

In den Rechenwerken des Jahresabschlusses sind natürlich nur dann Informationen zu Aktienrückkäufen aufzufinden, sofern die Gesellschaft Rückkäufe durchgeführt hat und/oder noch Altbestände existieren. Des Weiteren gibt es Fälle, bei denen Gesellschaften, die bislang noch keine Rückkäufe getätigt haben, Informationen über bestehende Ermächtigungen in Lagebericht, Anhang sowie Informationen zur Aktie darstellen. Da der Gesetzgeber in den entsprechenden Vorschriften zur Publizität über Aktienrückkäufe im Geschäftsbericht lediglich vage Angaben zu Umfang und Qualität macht, entsteht in Deutschland durch lückenhafte Angaben erhebliche Intransparenz in der Berichterstattung. Dies ist umso erstaunlicher, da das Instrument „Aktienrückkauf“ in Deutschland zunehmend an Bedeutung gewinnt. Für Kapitalmarktteilnehmer entstehen somit signifikante Kosten durch Informationssuche und Informationsbeschaffung, was im weiteren Verlauf der Untersuchung noch näher spezifiziert wird.

2.4 Zusätzliche Informationsquellen

Im folgenden Kapitel werden die Informationsquellen, die über den Geschäftsbericht hinaus dem empirischen Teil der Studie zu Grunde liegen, dargestellt und hinsichtlich ihres Aussagegehalts eingeschätzt. Dies erfolgt zunächst am Beispiel der ThyssenKrupp AG, die aufgrund ihres Informationsverhaltens zu Aktienrückkaufprogrammen eine der wenigen Gesellschaften mit höchster Bewertung im Rahmen dieser Studie ist.

Abbildung 13: Informationsquellen zu Aktienrückkäufen ThyssenKrupp AG

<ul style="list-style-type: none">• Geschäftsbericht 2004/2005• Einladung zur Hauptversammlung am 27.01.2006• Rede des Vorstandsvorsitzenden anlässlich Hauptversammlung am 27.01.2006• Abstimmungsergebnisse Hauptversammlung am 27.01.2006• Presse- und Ad-hoc-Mitteilung vom 03.07.2006• Pressemitteilung vom 24.08.2006	<ul style="list-style-type: none">• Geschäftsbericht 2005/2006• Einladung zur Hauptversammlung am 19.01.2007• Rede des Vorstandsvorsitzenden anlässlich Hauptversammlung am 19.01.2007• Abstimmungsergebnisse Hauptversammlung am 19.01.2007	<ul style="list-style-type: none">• Geschäftsbericht 2006/2007• Einladung zur Hauptversammlung am 18.01.2008• Abstimmungsergebnisse Hauptversammlung am 18.01.2008• Presse- und Ad-hoc-Mitteilung vom 31.01.2008• Pressemitteilung vom 10.03.2008• Presse- und Ad-hoc-Mitteilung vom 14.07.2008• Pressemitteilung vom 14.08.2008• Zwischenbericht Q3 (01.10.2007-30.06.2008)
--	---	---

Quelle: Eigene Darstellung.

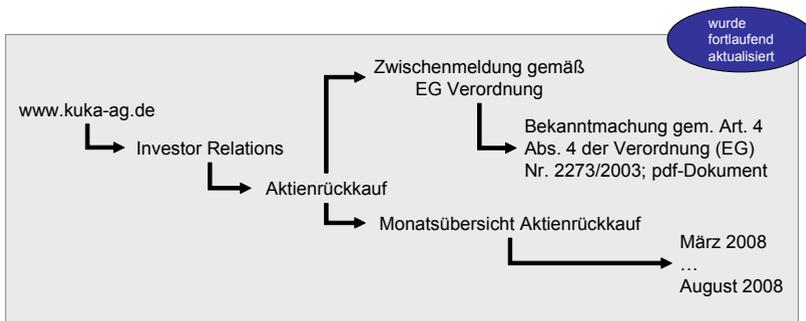
Obige Liste kann als Musterbeispiel bezeichnet werden. Im Gegensatz zu ThyssenKrupp ist bei vielen anderen Gesellschaften festzustellen, dass wesentliche Informationen über getätigte Rückkäufe fehlen. So finden sich z.B. auf vielen Internetseiten der Unternehmen keinerlei Veröffentlichungen zu Abstimmungsergebnissen der letzten Hauptversammlung oder Ad-hoc- und Pressemitteilungen zur Durchführung von Rückkaufprogrammen. ThyssenKrupp stellt hingegen sämtliche Ad-hoc- und Pressemitteilungen, die Informationen zu Rückkäufen enthalten, unter dem Informationspunkt „Aktienrückkauf“ im Rahmen der Investor Relations zur Verfügung. Ebenfalls ist festzustellen, dass einige Gesellschaften nicht über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg Informationen zu früher stattgefundenen Hauptversammlungen (z.B. Einladungen zur Hauptversammlung) auf ihren Internetseiten zur Verfügung stellen, sondern lediglich zur Letzten stattgefundenen.

Als letzter Punkt sei hier angemerkt, dass die Berichterstattung in der Informationstiefe eine äußerst heterogene Struktur aufweist. Einige Gesellschaften berichten lediglich über das absolute Minimum an gesetzlich notwendigen Informationen, andere Unternehmen sind gewillt weiter gehende Informationen bereitzustellen und damit Transparenz zu schaffen. So ist z.B. bei der SAP AG nicht festzustellen, in welchen Zeiträumen innerhalb eines Geschäftsjahres Aktienrückkäufe stattgefunden haben.

Um die Kosten der Informationsbeschaffung plastischer darzustellen wurde bei ausgewählten Fällen die Anzahl der „Mausklicks“ gezählt, die notwendig waren, um an die gewünschte Information zu gelangen. In Abhängigkeit vom

Aufbau der Unternehmenshomepage sind vier bis sechs Klicks je Informationspunkt notwendig. Die meisten Informationen können mit fünf Mausklicks erreicht werden. Ausgehend von den Informationsquellen in Abbildung 13 sind dabei bis zu 90 Mausklicks notwendig, um alle gewünschten Daten aufzufinden. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass diese Informationen auf der Unternehmenshomepage überhaupt vorgehalten werden. Nachfolgende Abbildung zeigt einen solchen Informationspfad am Beispiel der KUKA AG.⁸⁰

Abbildung 14: Informationspfad zu Daten über Aktienrückkauf am Beispiel der KUKA AG

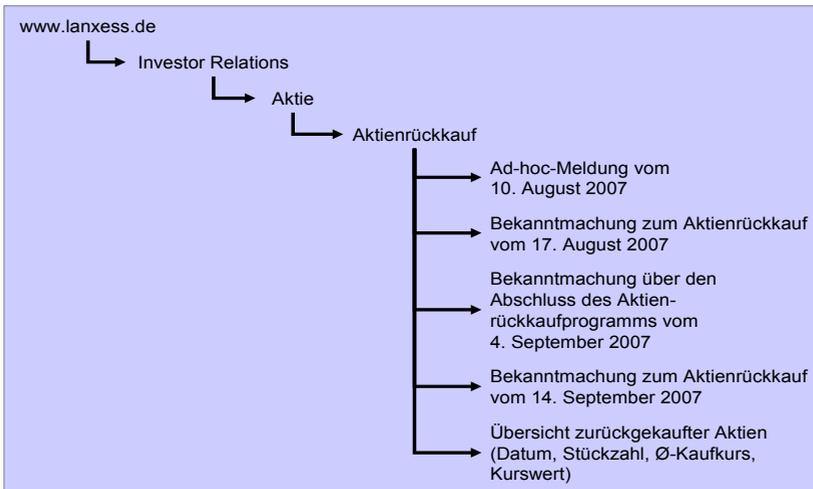


Quelle: Eigene Darstellung.

Als zweites positives Beispiel kann die Lanxess AG genannt werden, die auf ihrer Internetseite in konzentrierter Übersicht alle wesentlichen Daten zum Rückkaufprogramm 2007 an einer Stelle zur Verfügung stellt. Durch die dauerhafte Bereitstellung dieser Information können bei Lanxess auch historische Rückkaufprogramme recherchiert werden.

80 Leider wurde diese Informationsseite bei KUKA nach Abschluss des Rückkaufprogramms abgeschaltet.

Abbildung 15: Informationspfad zu Daten über Aktienrückkauf am Beispiel der Lanxess AG



Quelle: Eigene Darstellung

Auf die grafische Darstellung von Unternehmen, die keinen zentralen Informationspunkt zu Aktienrückkäufen aufweisen, muss an dieser Stelle verzichtet werden. Bei diesen Gesellschaften finden sich die Daten zu Rückkaufvolumen, Ad-hoc-Meldungen oder auch Pressemeldungen an unterschiedlichen Stellen auf der Internetseite. Ein entsprechender Informationspfad würde sehr kompliziert und unübersichtlich in seiner Darstellung ausfallen. Dabei sind es keineswegs nur kleine Gesellschaften, die keinen eigenen Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf ihrer Internetseite einrichten. Vielmehr lassen sich solche großen Unternehmen wie die Allianz (DAX 30), Arcandor, PUMA oder auch MTU (alle drei MDAX) als Negativbeispiele nennen.⁸¹

81 Weitere Beispiele für Unternehmen ohne eigenen Informationspunkt „Aktierückkauf“ finden sich im Anhang dieser Studie.

2.5 Datenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Anleger, die über keinen direkten Zugang zu Wertpapierbörsen verfügen, müssen sich auf eine faire Preisbildung und eine ordnungsgemäße Abwicklung ihrer Orders verlassen können. Aus diesem Grund sind die *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin) neben den Börsenaufsichtsbehörden der Bundesländer und den Handelsüberwachungsstellen der jeweiligen Wertpapierbörsen für die Börsenaufsicht zuständig.⁸²

Nach § 71 Abs. 3 AktG ist eine erteilte Ermächtigung der Hauptversammlung zum Erwerb eigener Anteile „unverzüglich“ an die BaFin zu melden. Die Datenbank wird täglich aktualisiert und sollte somit ein zeitnahes Bild bestehender Ermächtigungen nach Nr. 8 (ohne Zweckbestimmung) darstellen. Allerdings erscheint der Wert der Meldung einer Hauptversammlungsermächtigung an die BaFin aus mehreren Gründen fraglich. Auch bei unterbleiben der gesetzlich vorgeschriebenen Meldung hat die Bundesanstalt keine Sanktionsmöglichkeiten gegen die jeweilige Aktiengesellschaft. Für den Betrachtungszeitraum der vorliegenden Studie ist festzustellen, dass ein Großteil der Gesellschaften die in den Jahren 2005-2007 erteilten Ermächtigungen an die Bundesanstalt gemeldet haben. Dieses Ergebnis steht in scharfem Kontrast zu den Untersuchungen von Pertlwieser, der feststellt, dass lediglich 67 % aller Ermächtigungen nach Nr. 8 in den Jahren 1998-2002 an die BaFin gemeldet wurden.⁸³ Hier scheint sich das Informationsverhalten der Gesellschaften trotz mangelnder Sanktionsmöglichkeiten der BaFin bei Nichtmeldung deutlich verbessert zu haben. Für das Jahr 2008 ist hingegen zu beobachten, dass zum Stichtag 30. September 2008 lediglich ein geringer Teil der Ermächtigungen nach Nr. 8 gemeldet wurden. Dieser Umstand konnte im Rahmen der Studie nicht endgültig geklärt werden. Eine entsprechende Anfrage bei der Bundesanstalt wurde mit dem Hinweis auf technische Probleme bei der Darstellung der Internetseite beantwortet.⁸⁴

Des Weiteren ist der Informationsgehalt der BaFin-Datenbank äußerst gering.⁸⁵ Lediglich das Datum, zu dem eine Hauptversammlung die Ermächtigung

82 Vgl. Grill/Perczynski 2003, S. 261.

83 Vgl. Pertlwieser 2006, S. 27.

84 E-mail der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vom 24.10.2008.

85 Vgl. die Datenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unter http://www.bafin.de/cln_109/nn_722764/sid_2C5A4FD7A549285BDBBFAE561B38A077/SharedDocs/Artikel/DE/Verbraucher/Recherche/wa_hv_export_neu.html.

zum Erwerb eigener Anteile nach Nr. 8 erteilt hat, wird in einer tabellarischen Liste dargestellt. In einigen Fällen erfolgt zusätzlich eine Angabe des Orts der Veröffentlichung der Ermächtigung (z.B. elektronischer Bundesanzeiger). Darüber hinaus werden keinerlei Informationen geliefert. Es ist damit weder ersichtlich, ob eine Ermächtigung ausgeübt wurde oder wie lange die Gültigkeit einer erteilten Ermächtigung festgelegt wurde. Die Vorschrift des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG spricht von einer maximalen Gültigkeit von 18 Monaten. Bis auf wenige Ausnahmen wurden die Beschlüsse auch mit dieser maximalen Laufzeit verabschiedet. Des Weiteren veränderten einige Gesellschaften den Beginn der Gültigkeit einer neuen Ermächtigung: Lag die Hauptversammlung innerhalb eines Rückkaufzeitraums, wurde die Gültigkeit der neuen Ermächtigung vom Datum der Hauptversammlung zeitlich auf das Ende des Rückkaufprogramms verschoben. Dann gilt jedoch die neue Ermächtigung nicht 18 Monate, sondern 18 Monate plus Restzeitraum der Durchführung des Rückkaufs. All diese Informationen sind nicht ohne ergänzende Recherchen auf den jeweiligen Investor Relations-Seiten ersichtlich.

Vor diesem Hintergrund ist die bereits geäußert Kritik an der BaFin-Datenbank weiter zu untermauern. Es ist fraglich, inwiefern eine Meldung über eine erteilte Ermächtigung nach Nr. 8 an die Bundesanstalt überhaupt sinnvoll ist. Zum einen ist der Informationsmehrwert der veröffentlichten Listen gering und zum anderen wird ein Großteil der Ermächtigungen nicht ausgeübt, sondern lediglich als Vorratsbeschluss erteilt. Von größerem Interesse wäre an dieser Stelle eine Datenbank, die den Start- und Endzeitpunkt konkreter Rückkaufprogramme nennt und als weitere Information zumindest das erworbene Volumen in € enthält.

3 Die Durchführung von Aktienrückkäufen

3.1 Abwicklung von Rückkaufprogrammen

Zu Beginn eines jeden Rückkaufprogramms nach § 71 Nr. 8 AktG steht die Einladung zur Hauptversammlung, in der Vorstand und Aufsichtsrat die Gesellschafter um eine Ermächtigung zum Rückkauf eigener Anteile bitten. Für eine solche Ermächtigung fordert § 71 AktG die einfache Mehrheit der abgegebenen Stimmen des an der Hauptversammlung anwesenden Kapitals. Eine solche Ermächtigung lassen sich mittlerweile nahezu alle in Deutschland börsennotierten Unternehmen geben⁸⁶, so dass es sich hierbei lediglich um einen Pro forma-Vorgang auf der jährlichen Hauptversammlung handelt. Die erteilten Ermächtigungen dienen oftmals als Vorratsbeschlüsse, ohne dass bereits konkrete Pläne zur tatsächlichen Ausübung dieser Optionen vorliegen.

Allerdings lassen sich auch Einzelfälle identifizieren, bei denen die Hauptversammlung diesem Pro forma-Vorgang nicht zugestimmt hat. So hat die Hauptversammlung der freenet AG bei der Hauptversammlung am 08. August 2008 in Hamburg gegen den Vorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat zur Erteilung einer Ermächtigung hinsichtlich des Erwerbs eigener Anteile gestimmt. Im Regelfall liegt die Zustimmung zur Erteilung einer Ermächtigung zum Aktienrückkauf bei über 99 %. Diese Aussage ist jedoch insofern einzuschränken, da nicht alle Gesellschaften die Abstimmungsergebnisse ihrer Hauptversammlung auf der Unternehmenshomepage veröffentlichen.

Erst wenn die tatsächliche Durchführung des Aktienrückkaufs angekündigt wird, bewirkt dies eine Publizitätspflicht durch Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung nach § 15 WpHG.⁸⁷ Die Veröffentlichung solcher Ad-hoc-Mitteilungen hat von der Gesellschaft über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem, wie z.B. die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität (DGAP) zu erfolgen. Des Weiteren ist bei Unternehmen mit eigener Internetseite eine entsprechende Mitteilung für mindestens einen Monat im Internet bereitzustellen.⁸⁸ Während der anschließenden Durchführung des Rückkaufs sind darüber hinaus regelmäßig Zwischeninformationen auf der Internetseite des Unternehmens oder

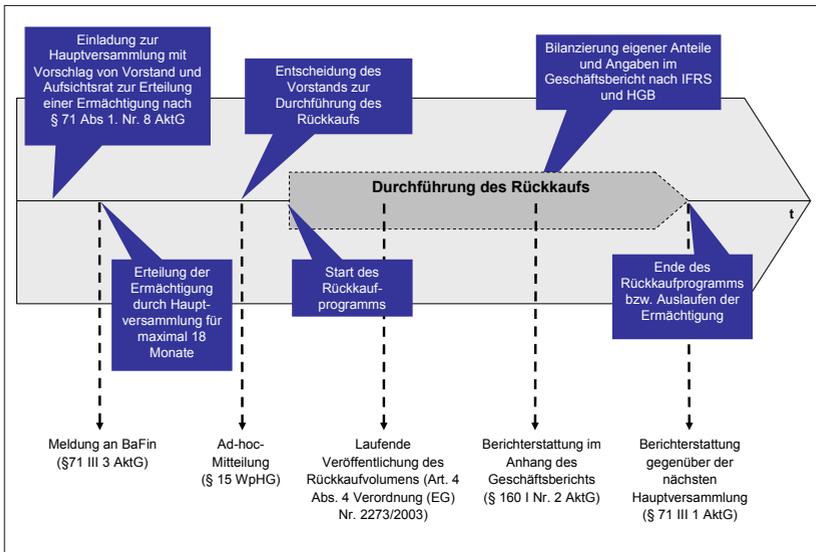
86 Vgl. Perlwieser 2006, S. 24.

87 Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2005, S. 44.

88 Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2005, S. 65.

überregionalen Wirtschaftszeitungen gemäß Art. 4 Abs. 4 der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 zu publizieren, die das für die zurückliegende Periode gekaufte Volumen beschreiben. Nach Abschluss des Rückkaufprogramms sind diese Publikationen jedoch nicht dauerhaft den Kapitalmarktteilnehmern zur Verfügung zu stellen. In der praktischen Anwendung bedeutet dies, dass während des Rückkaufzeitraums eine umfangreiche und aktuelle Informationsweitergabe der Gesellschaft an den Kapitalmarkt stattfindet und nach Abschluss des Erwerbs eigener Anteile diese Informationen nicht mehr zur Verfügung stehen müssen. Lediglich die Publizitätspflichten im Jahresabschluss können dann noch historische Daten zu vergangenen Rückkaufprogrammen liefern.

Abbildung 16: Allgemeiner Ablauf eines Aktienrückkaufprogramms⁸⁹



Für die Kapitalmarktteilnehmer ist es auf Basis der öffentlich zugänglichen Informationen während und nach Ende der Durchführung des Erwerbs eigener Anteile kaum möglich zu erkennen, ob die Gesellschaft eine Rückkaufstrategie verfolgt oder lediglich ihre Optionen wahren möchte. Innerhalb der Ad-hoc- und Pressemeldungen kommunizieren Unternehmen häufig die Ziele, die mit dem Rückkauf verfolgt werden. Allerdings wird oftmals eine Vielzahl von Gründen angegeben.

⁸⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an Seifert 2006, S. 37; Pertlwieser 2006, S. 46.

Nach erfolgreichem Erwerb der eigenen Aktien können diese Gründe dann vom Management flexibel den jeweiligen Gegebenheiten angepasst werden.⁹⁰

3.2 Rückkaufverfahren

Aktienrückkäufe können auf unterschiedliche Arten durchgeführt werden. Diese Möglichkeiten unterscheiden sich durch Flexibilität, Kosten und Durchschnittsvolumen voneinander. Vor allem drei unterschiedliche Methoden haben sich in der Praxis etabliert: Der Rückkauf über die Börse (Open Market Repurchase), das öffentliche Rückkaufangebot (Tender Offer) sowie der Rückkauf bei einzelnen Aktionären (Negotiated Repurchase).⁹¹ Eine gesetzliche Vorschrift zur Anwendung einer bestimmten Methode existiert in Deutschland nicht. Beim Rückkauf wird in § 71 Abs. 1. Nr. 8 AktG lediglich auf den Gleichbehandlungsgrundsatz gegenüber sämtlichen Gesellschaftern gemäß § 53a AktG hingewiesen. Im Folgenden werden die Hauptunterschiede der drei Verfahren im Überblick gezeigt.

3.2.1 Rückkäufe über die Börse

Sowohl in den USA als auch in Deutschland ist der Rückkauf eigener Anteile über die Börse (*Open Market Repurchase* oder auch *Offenmarktgeschäfte*) die am meisten angewandte Methode.⁹² Bei diesem Verfahren wird der Rückkauf über den normalen, täglich stattfindenden Handel an einer offiziellen Börse durchgeführt.⁹³ Typischerweise beauftragt die Gesellschaft eine Bank mit der Durchführung des Rückkaufs und führt diesen nicht selbst durch.⁹⁴ Im Regelfall erfolgt der Rückkauf über einen längeren Zeitraum und in mehreren Schritten. Die allgemeinen Vorteile liegen hierbei in der relativ langen Rückkaufperiode und hohen Flexibilität beim Erwerb.⁹⁵ Dies hat zur Folge, dass die Gesellschaft bei Anwendung des Open Market Repurchase ihr Rückkaufvolumen schnell auf sich ändernde Marktgegebenheiten, wie z.B. massive Kurssprünge nach oben (= Stopp des Rückkaufprogramms) oder unten (= günstigere Rückkaufgelegenheit) anpassen kann. Ein weiterer Vorteil dieser Rückkaufmethode liegt in der kosten-

90 Vgl. Pertlwieser 2006, S. 83.

91 Vgl. Pertlwieser 2006, S. 33.

92 Vgl. Nekat/Nippel 2006, S. 25.

93 Vgl. Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 4.

94 Vgl. Schremper 2002, S. 37.

95 Vgl. Schädle 2000, S. 21.

günstigen Abwicklung. Da der Rückkauf während des normalen Börsenhandels stattfindet, muss die Gesellschaft lediglich den jeweiligen Kurs ohne zusätzliche Prämie an die verkaufswilligen Aktionäre bezahlen.⁹⁶ Die geringe Transparenz über Ausübungsdatum, Volumen des jeweiligen Rückkaufgeschäfts sowie des tatsächlichen Stands des Rückkaufprogramms sind allerdings ein Nachteil für andere Marktteilnehmer.

3.2.2 Öffentliches Rückkaufangebot

Bei öffentlichen Rückkaufangeboten (Tender Offer) können wiederum drei verschiedene Arten unterschieden werden, nämlich das so genannte „Festpreisverfahren“, die „Holländische Auktion“ sowie „Ausgabe übertragbarer Verkaufsrechte“.⁹⁷ Allgemein wird unter einem Tender verstanden, dass die Gesellschaft ihren Aktionären ein öffentliches Angebot zum Kauf ihrer Anteile für einen vorher festgelegten Zeitraum macht. Somit sind öffentliche Rückkaufangebote ein gutes Instrument, wenn in einem kurzen Zeitraum ein beträchtliches Volumen erworben werden soll.⁹⁸ Um den Aktionären einen Anreiz zum Verkauf ihrer Anteile zu geben, wird bei diesem Verfahren im Vergleich zur Abwicklung über die Börse eine Prämie auf den aktuellen Kurs der Papiere gewährt. Dabei ist die Höhe dieser Prämie bei allen Tender Offer ein wichtiger Stellhebel, der über Erfolg oder Misserfolg des Rückkaufs entscheiden kann.

Im Fall des „Festpreisverfahren“ (Fixed Price Tender Offer) legt die Gesellschaft einen festen Rückkaufpreis, ein bestimmtes Volumen sowie ein Enddatum zur Gültigkeit des Angebots fest.⁹⁹ Das größte Problem liegt dabei sicherlich in der Festlegung eines fairen Rückkaufpreises, insbesondere der einzubeziehenden Prämie. Wird ein zu geringer Preis veranschlagt, kann das vorher festgelegte Volumen nicht zurück gekauft werden, weil kein Aktionär bereit ist, zu dem angebotenen Preis seine Anteile zu veräußern. Wenn jedoch der Rückkaufpreis sehr attraktiv angesetzt wird, bezahlt die Gesellschaft eventuell einen zu hohen Preis für das festgelegte Volumen und vernichtet Vermögen der verbleibenden Aktionäre.¹⁰⁰

Bei Anwendung der „Holländischen Auktion“ (Dutch Auction Offer) wird von Seiten der Gesellschaft kein fixer Preis genannt, sondern lediglich eine Bandbreite, innerhalb derer ein festgelegtes Volumen eigener Anteile erworben werden

96 Vgl. Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 3.

97 Vgl. Pertlwieser 2006, S. 34.

98 Vgl. Bednarz 2006, S. 25.

99 Vgl. Schädle 2000, S. 26.

100 Vgl. Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 4.

soll.¹⁰¹ Anschließend informieren die Aktionäre die Gesellschaft über die Menge und den gewünschten Preis, zu dem sie bereit sind Anteile an das emittierende Unternehmen zurück zu geben.¹⁰² Im weiteren Verlauf der Auktion bestimmt die Gesellschaft den niedrigsten Preis, zu dem sie das gewünschte Volumen noch erwerben kann.¹⁰³ Dieser niedrigste Preis wird dann an alle Aktionäre, die zu diesem oder einem niedrigeren Preis angeboten haben, gezahlt. Sämtliche Anteilsinhaber, die zu einem höheren Preis ihre Papiere angeboten haben, werden aus dem Rückkaufprogramm ausgeschlossen. Aus diesem Grund werden am Auktionsverfahren teilnehmende Gesellschafter auch keine aus ihrer Sicht zu hohen Preise verlangen, um nicht aus dem Auktionsverfahren ausgeschlossen zu werden.¹⁰⁴ Demgemäß wird im Rahmen einer Holländischen Auktion, im Regelfall eine niedrigere Prämie auf den Börsenkurs zu zahlen sein, als beim „Festpreisverfahren“.

Als dritte Methode des öffentlichen Rückkaufangebots lässt sich die „Ausgabe übertragbarer Verkaufsrechte“ (Transferable Put Rights) nennen. Dieser ist durch die Ausgabe von Verkaufsoptionen durch die Gesellschaft an alle Aktionäre charakterisiert. Die Anzahl der Optionen wird für jeden Gesellschafter durch die Anzahl von Aktien in seinem Besitz begrenzt.¹⁰⁵ Diese Optionen können bis zu einem festgelegten Datum zu einem festgelegten Preis ausgeübt werden. Diejenigen Aktionäre, die von ihren Optionen keinen Gebrauch machen möchten, können sie auch über die Börse verkaufen.¹⁰⁶ Der Vorteil dieser Methode liegt darin begründet, dass die nach Rückkauf verbleibenden Aktionäre ihren Anteilsscheinen einen relativ hohen Wert beimessen und nicht bereit sind ohne eine entsprechend hohe Prämie ihre Anteile zu verkaufen. Folglich ist nach Abschluss des Aktienrückkaufs die Aktionärsstruktur als stabiler anzusehen. Feindliche Übernahmen durch andere Gesellschaften werden aufgrund der höheren Wertvorstellungen der verbliebenen Gesellschafter deutlich verteuert und damit womöglich unattraktiv.¹⁰⁷

3.2.3 Erwerb eigener Anteile von einzelnen Aktionären

Das dritte angewandte Verfahren zum Aktienrückkauf ist der Erwerb von Aktienpaketen von einzelnen Aktionären (*Negotiated Repurchase*). Dabei kann es

101 Vgl. Brealey/Myers/Allen 2006, S. 417.

102 Vgl. Seifert 2006, S. 40.

103 Vgl. Brealey/Myers/Allen 2006, S. 417.

104 Vgl. Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 4.

105 Vgl. Schremper 2002, S. 44.

106 Vgl. Seifert 2006, S. 40.

107 Vgl. Pertlwieser 2006, S. 37.

sich um einen Großaktionär handeln, der bereit ist einen wesentlichen Teil oder seinen gesamten Bestand an die Gesellschaft zu verkaufen. Es kann sich aber auch um eine vorher bestimmte Gruppe von Aktionären handeln, denen vom Vorstand das Angebot gemacht wird, ihre Aktien als Gesamtblock an die Gesellschaft zu übertragen. Im Regelfall richten sich Negotiated Repurchases an Großaktionäre und nicht an die Anteilseigner des Streubesitzes. Der zu zahlende Preis für den Rückkauf richtet sich an einem individuellen Verhandlungsprozess aus und enthält daher üblicherweise eine beträchtliche Prämie.¹⁰⁸ Obwohl diese Methode in Deutschland erlaubt ist, erscheint sie vor dem Hintergrund des Gleichberechtigungsgrundsatzes aller Aktionäre bei Rückkaufprogrammen gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG als äußerst fraglich.¹⁰⁹ Da jedoch außer dem Rückkauf über die Börse die anderen Rückkaufverfahren in Deutschland kaum praktische Relevanz besitzen, wird dieser Umstand an dieser Stelle nicht weiter diskutiert.

108 Vgl. Pertlwieser 2006, S. 38.

109 Vgl. Seifert 2006, S. 41.

4 Erwerbsmotive bei Aktienrückkäufen

4.1 Ergebnisse bisheriger Studien

Die Gründe, warum Unternehmen ihre vorher an der Börse emittierten Anteilscheine wieder zurückkaufen, sind vielfältig und können in zwei grundsätzliche Gruppen eingeteilt werden. Zum einen können Rückkäufe als Bestandteil der Finanzierungspolitik durchgeführt werden und zum anderen kann der Erwerb eigener Anteile zur Gestaltung der Gesellschafterstruktur erfolgen. Häufig genannt werden:

Abbildung 17: Übersicht zu Erwerbsmotiven bei Aktienrückkäufen¹¹⁰

Aktienrückkäufe als Bestandteil der Finanzierungspolitik:
Signal an die Kapitalmarktteilnehmer, dass die Aktien des Unternehmens unter Wert gehandelt werden (Signalling Hypothesis)
Ausschüttung überschüssiger Liquidität an die Anteilseigner
Optimierung der Kapitalstruktur und Kapitalkostensenkung durch Ausnutzung des Leverage-Effekts
Begünstigung Gewinn je Aktie
Ausschüttung über Aktienrückkauf aufgrund steuerlicher Vorteile gegenüber Dividenden
Aktienrückkäufe als Instrument zur Gestaltung der Gesellschafterstruktur:
Abwehr feindlicher Übernahmen durch Kurssteigerungen
Nutzung eigener Aktien als Transaktionswährung bei Unternehmensübernahmen
Verkleinerung des Aktionärskreises
Bedienung von Aktienoptionsprogrammen für die Mitarbeiter

Neben der Tendenz, über Aktienrückkäufe den Aktionären tatsächlich Liquidität auszuschütten, ist in Deutschland zu beobachten, dass viele Unternehmen lediglich einen Rückkauf ankündigen, aber anschließend nicht oder nur in geringerem Umfang diesen durchführen.¹¹¹ Da bereits die Ankündigung eines Rückkaufprogramms bei den Kapitalmarktteilnehmer eine Erwartungshaltung hinsichtlich künftiger Kurssteigerungen weckt und (zumindest kurzfristig) zu einem Anstieg

110 Eigene Darstellung in Anlehnung an Rappaport 1999, S. 113; Schremper 2002, S. 53; Heise 2003, S. 86; Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 5f.

111 Vgl. Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 14.

der Börsennotierung der jeweiligen Gesellschaft führt¹¹², ist somit grundsätzlich fraglich, ob obige Erwerbsmotive in der praktischen Umsetzung von Rückkaufprogrammen tatsächlich eine Rolle spielen. Konkret geht es um die Fragestellung, ob der Vorstand einer Aktiengesellschaft eine Rückkaufstrategie verfolgt oder lediglich auf kurzfristig wirksame Kapitalmarktsignale zur Kurspflege setzt. So ist z.B. kaum nachzuvollziehen, dass durch die Verknappung des Angebots bei Rückkauf eigener Aktien tatsächlich eine feindliche Übernahme abgewehrt werden kann, obwohl dieses Erwerbsmotiv immer wieder genannt wird.¹¹³ Durch die Beschränkung eines Rückkaufs auf maximal 10 % des Grundkapitals allein, ist eine solche Abwehrstrategie nur bedingt durchsetzbar.¹¹⁴ Dies beschreiben auch zwei Studien, die sich u. a. mit den Motiven von Aktienrückkäufen auseinandersetzen.

Die Ergebnisse einer Umfrage des Deutschen Aktieninstituts (DAI) aus 1999 ergaben als drei wichtige Erwerbsmotive die „Nutzung der eigenen Anteile als Akquisitionswährung“, „Optimierung der Kapitalstruktur“ sowie „Ausschüttung überschüssiger Liquidität“. Vor allem das Motiv des anschließenden Einsatzes eigener Anteile als Akquisitionswährung scheint besonders bedeutsam zu sein, da es sich auch im Rahmen der vorliegenden Untersuchung immer wieder als genanntes Erwerbsmotiv finden lässt.¹¹⁵

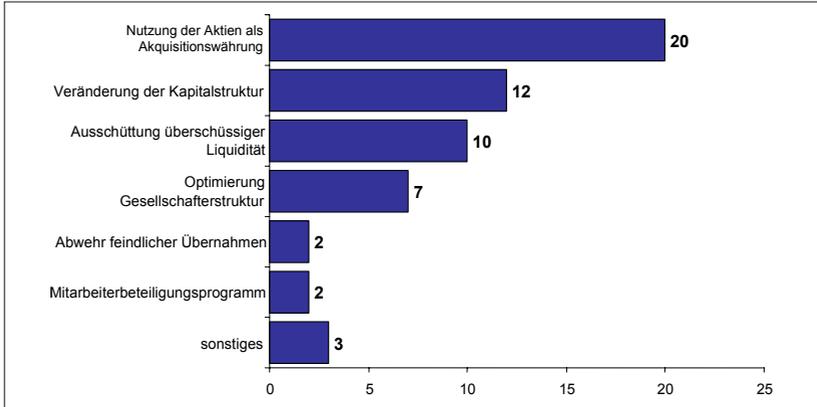
112 Vgl. Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 25.

113 Vgl. Kapitel 4.3.1.

114 Vgl. Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 7; Heise 2003, S. 87.

115 Vgl. Anhang.

Abbildung 18: Gründe für Aktienrückkäufe, Studie DAI¹¹⁶



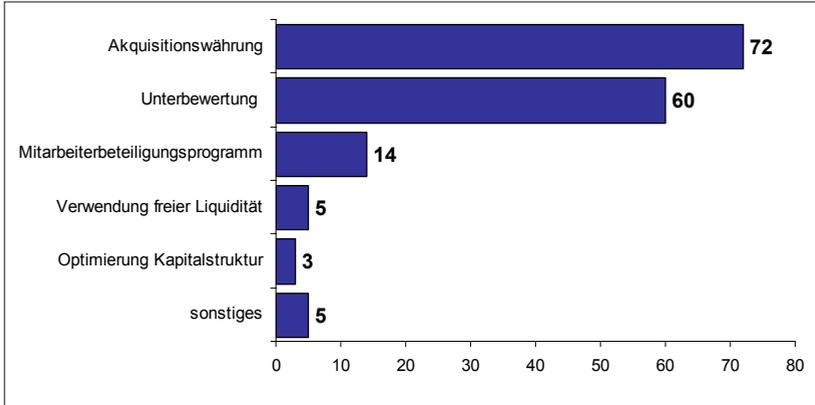
Die Studie von Gerke/Fleischer/Langer aus dem Jahr 2003 bestätigt ebenfalls die außerordentliche Bedeutung des Erwerbsmotivs „Akquisitionswährung“. Als weitere wesentliche Begründung zum Erwerb eigener Aktien wird eine bestehende Unterbewertung identifiziert. Mittels eines Buy backs will der Vorstand dem Kapitalmarkt diesen Umstand signalisieren und andeuten, dass die Aktien der Gesellschaft einen höheren Wert besitzen, als der aktuelle Börsenkurs zeigt (*Signalhypothese*).

An dritter Stelle, allerdings deutlich abgeschlagen, folgt das Argument des Rückkaufs, um Mitarbeiterbeteiligungsprogramme zu bedienen.¹¹⁷

116 Datenbasis: 67 Unternehmen mit vorliegender Ermächtigung der Hauptversammlung zum Erwerb eigener Anteile (Vgl. Deutsches Aktieninstitut 1999, S. 9).

117 Vgl. Kapitel 1.3.

Abbildung 19: Gründe für Aktienrückkäufe, Studie Gerke/Fleischer/Langer¹¹⁸



Sehr deutlich wird bei beiden Studien, dass die Nutzung eigener Aktien als Akquisitionswährung das wichtigste Erwerbsmotiv darstellt. Dies ist umso erstaunlicher, als in früheren Untersuchungen die Schaffung von Transaktionswährung als Erwerbsmotiv kaum eine Rolle spielte¹¹⁹. Neben der Verwendung als „Akquisitionswährung“, konnten als Erwerbsmotive in der vorliegenden Untersuchung häufig die Signalthypothese sowie die Verwendung zur Kapitalherabsetzung durch Einziehen der zurückgekauften Aktien identifiziert werden. Weiterhin ist festzustellen, dass Aktienrückkäufe vom Management zunächst als Option gesehen werden, ohne, dass feststeht, ob und wie sie überhaupt genutzt werden soll. So sieht die Deutsche Postbank AG die Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien durch die Hauptversammlung als verbreitete Praxis börsennotierter Aktiengesellschaften in Deutschland.¹²⁰ Noch offener formuliert die BMW AG ihre fehlenden Pläne hinsichtlich der Ausnutzung der Ermächtigung:

„Gegenwärtig ist nicht geplant, von der Ermächtigung Gebrauch zu machen. Allerdings hält sich die BMW AG die Option eines Aktienrückkaufs weiter offen.“¹²¹

118 Datenbasis: 156 Ankündigungen für Aktienrückkäufe in Deutschland zwischen 1998 und 2002; Mehrfachnennungen enthalten (Vgl. Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 14).

119 Vgl. Pellens/Schrempfer 1998, S. 34.

120 Vgl. Geschäftsbericht Deutsche Postbank AG 2007, S. 69.

121 Geschäftsbericht BMW AG 2007 S. 41.

Solche Aussagen lassen Zweifel an der hohen Bedeutung von Aktienrückkäufen aufkommen, insbesondere wenn als Vergleichsmaßstab die Anzahl von erteilten Ermächtigungen herangezogen wird.¹²²

4.2 Aktienrückkauf als Bestandteil der Finanzierungspolitik

4.2.1 Signalthypothese (Signalling Hypothesis)

Sowohl durch die Ankündigung als auch den späteren Erwerb eigener Anteile sendet der Vorstand einer Gesellschaft ein Signal an den Kapitalmarkt.¹²³ Da die unternehmensexternen Gesellschafter nicht über alle notwendigen Informationen zur Unternehmensentwicklung verfügen (*Informationsasymmetrie*), bewerten sie die Gesellschaft zu niedrig. Durch den Aktienrückkauf versucht das Management die Informationsasymmetrien auszugleichen, in der Hoffnung, dass die Marktteilnehmer das Unternehmen neu bewerten, was zu einem Anstieg der Börsenkurse führen sollte. Das Management nutzt somit ein Aktienrückkaufprogramm, um interne Informationen hinsichtlich der künftigen Rentabilität zu signalisieren.

Die Stärke eines solchen Signals ist dabei auch von der Art des Rückkaufverfahrens abhängig. In Deutschland wird die überwiegende Zahl an Aktienrückkäufen über die Börse (Open Market-Verfahren) abgewickelt. Gerade diese Art des Buy Back sendet jedoch das schwächste Signal hinsichtlich einer Unterbewertung an den Kapitalmarkt.¹²⁴ Dennoch kann die praktische Relevanz der Signalthypothese bestätigt werden. Im Rahmen der Analyse wurde als Erwerbsmotiv immer wieder auf die bestehende Unterbewertung der eigenen Anteile verwiesen, wie das Beispiel der Bilfinger Berger AG zeigt:

*“Im Februar 2008 wurde das niedrige Kursniveau an den Aktienmärkten zum Start eines Programms zum Rückkauf eigener Aktien im Wert von bis zu 100 Mio. € genutzt. Die Bilfinger Berger Aktie notierte im Februar 2008 deutlich unter ihrem Mitte 2007 erreichten Allzeithoch, ihr Kurs spiegelte bei Weitem nicht den Wert des Unternehmens wider“.*¹²⁵

Auch Pellens/Schremper können in ihrer Auswertung von 37 Unternehmen die Signalling Hypothese als wesentliches Erwerbsmotiv bestätigen.¹²⁶ Aufgrund

122 Vgl. weitere Angaben im Anhang.

123 Vgl. Heise 2003, S. 86.

124 Vgl. Prokot 2006, S. 121.

125 Geschäftsbericht Bilfinger Berger AG 2007, S. 35.

126 Vgl. Pellens/Schremper 1998, S. 30.

ihrer Studie kommen sie allerdings zu dem Schluss, dass eine Beschränkung des Rückkaufvolumens auf maximal 10 % am Grundkapital möglicherweise nicht geeignet ist, um glaubwürdige Signale an den Kapitalmarkt zu senden. In diesem Zusammenhang weisen sie auf die Praxis in den USA hin, wonach so genannte rückkaufbare Aktien (*Redeemable Shares*) von den Gesellschaften ausgegeben werden können. Diese besondere Art von Aktien wird bereits bei Emission als rückerwerbbar ausgegeben. Somit könnte das Eigenkapital als flexibel einsetzbare Finanzierungsquelle ausgestattet werden. In Deutschland besteht für den Gesetzgeber über Art. 39 der Kapitalrichtlinie ebenfalls die Option *Redeemable Shares* zu ermöglichen.¹²⁷ Bislang wurde diese Richtlinie jedoch nicht in der deutschen Gesetzgebung umgesetzt.

4.2.2 Theorie der Finanzflexibilität

Im Rahmen des *Shareholder Value-Paradigmas*¹²⁸ spielen Aktienrückkäufe eine feste Rolle. Zwei Leitlinien des *Shareholder Value-Managements* lauten: Unternehmen sollen nur in Projekte investieren, die ein Wertsteigerungspotenzial für die Aktionäre aufweisen. Sind solche Projekte nicht ausfindig zu machen, soll Liquidität an die Anteilseigner zurückgezahlt werden.¹²⁹ Aktienrückkäufe werden nach dieser Theorie als „Sonderdividende“ mit Einmalcharakter aufgefasst. Erhöhte Dividenden könnten hingegen von den Marktteilnehmern als dauerhafte Ausschüttungserhöhung interpretiert werden. Würden im Anschluss die Dividenden wieder verringert, könnte dies als negatives Signal verstanden werden.

Um den Einmalcharakter zu signalisieren, sollte daher bei überschüssiger Liquidität ein Aktienrückkauf durchgeführt werden und keine Dividendenerhöhung erfolgen.¹³⁰ Tatsächlich werden laut Prokot Aktienrückkäufe nicht als kontinuierliches Ausschüttungsinstrument genutzt und stellen somit in Deutschland auch keine echte Alternative zur Dividende dar.¹³¹ Zu diesem Ergebnis kommt auch die vorliegende Studie. Während in den USA mittlerweile das Ausschüttungsverhalten der Gesellschaften durch Aktienrückkäufe dominiert wird, ist ein solcher

127 Vgl. Pellens/Schremper 1999, S. 36.

128 Zentrale Anspruchsgruppe bei der Umsetzung des *Shareholder Value-Managements*, sind die Aktionäre (*Shareholder*). Es wird unterstellt, dass Aktionäre an einer Vermögenssteigerung interessiert sind, die durch steigende Aktienkurse erreicht wird. Den gegenteiligen Ansatzpunkt hat das Anspruchsgruppenmanagement (*Stakeholder-Ansatz*), bei dem neben den Aktionären die Interessen weiterer Gruppierungen (z.B. Mitarbeiter, Kunden, Zulieferer) berücksichtigt werden.

129 Vgl. Rappaport 1999, S. 112.

130 Vgl. Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 5.

131 Vgl. Prokot 2006, S. 133.

Trend für Deutschland nicht nachzuweisen. Hierzulande dominiert weiterhin die Dividende gegenüber dem Aktienrückkauf. Die Grundaufgabe des Managements, nämlich die Identifizierung von rentablen Investitionsprojekten, bleibt bei Aktienrückkäufen jedoch unerledigt. Eine Ausschüttung überschüssiger Liquidität aufgrund fehlender Investitionsmöglichkeiten könnte daher als Ideenlosigkeit eines Vorstandes interpretiert werden.

4.2.3 Optimierung der Kapitalkosten

Im Rahmen von Aktienrückkaufprogrammen kann der Vorstand die Kapitalkosten durch den *Leverage-Effekt*¹³² optimieren. Dies bedeutet, dass ein kreditfinanzierter Rückkauf eigener Anteile mit anschließendem Einzug zu einer Erhöhung der Eigenkapitalrentabilität führen kann.¹³³ Parallel hierzu steigt allerdings die Verschuldung der Gesellschaft. Das könnte eine finanzielle Instabilität nach sich ziehen.¹³⁴ Nachfolgendes Beispiel soll den Effekt verdeutlichen:

Abbildung 20: Bilanz der Industrie AG vor Durchführung eines kreditfinanzierten Rückkaufs

Aktiva	Bilanz Industrie AG	Passiva
Anlagevermögen		Eigenkapital 1.500 GE
Umlaufvermögen		Fremdkapital 1.000 GE

Quelle: Eigene Darstellung.

Im Ausgangsbeispiel zeigt sich obige Kapitalstruktur der Industrie AG. Weitere Annahmen: Der Fremdkapitalzins beträgt 10 % p. a. und der Gewinn des Geschäftsjahres beträt 300 GE. Unter dieser Konstellation beträgt die Gesamtkapitalrentabilität der Unternehmung 16 % p. a. und die Eigenkapitalrentabilität 20 % p.

132 Der Leverage-Effekt beschreibt den funktionalen Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrentabilität und Verschuldung eines Unternehmens. Grundlegende Regel hierbei ist, dass solange die Gesamtkapitalrentabilität über dem Zinssatz für Fremdkapital liegt, eine zusätzliche Kreditaufnahme zu einer steigenden Eigenkapitalverzinsung führt (Vgl. Perridon/Steiner 2007, S. 482). Vor allem Finanzinvestoren (Private Equity-Fonds) machen sich diesen Effekt zu Nutze, wenn sie Unternehmensübernahmen zum Großteil mit Krediten finanzieren.

133 Vgl. Heise 2003, S. 87.

134 Vgl. Hein/van Treeck 2008, S. 6.

a. Im Anschluss führt die Gesellschaft einen Anteilsrückkauf durch, der sich auf 10 % des Grundkapitals (identisch zum Eigenkapital) = 150 GE beschränkt, finanziert durch Fremdkapital. Hierdurch ergibt sich folgende neue Bilanzrelation:

Abbildung 21: Bilanz der Industrie AG nach Durchführung eines kreditfinanzierten Rückkaufs

Aktiva	Bilanz Industrie AG	Passiva
Anlagevermögen		Eigenkapital 1.350 GE
Umlaufvermögen		Fremdkapital 1.150 GE

Quelle: Eigene Darstellung.

Das Eigenkapital reduziert sich bei diesem Vorgang von 1.500 GE um 150 GE auf 1.350 GE. Parallel dazu steigt das Fremdkapital um 150 GE auf 1.150 GE an. Durch die Veränderung der Bilanzstruktur und der zusätzlichen Zinsbelastung von 15 GE (10 % von 150 GE) ergibt sich jetzt ein Gewinn im Geschäftsjahr von 285 GE (300 GE-15 GE). Während die Gesamtkapitalrentabilität weiterhin 16 % p. a. beträgt, steigt die Eigenkapitalrentabilität aufgrund des Leverage-Effekts auf 21,1 % p. a.

Abbildung 22: Berechnungsbeispiel der Industrie AG

	$\text{Gesamtkapitalrentabilität} = \frac{\text{Gewinn} + \text{Fremdkapitalzinsen}}{\text{Gesamtkapital}} \cdot 100$
Vor Durchführung Rückkauf:	$\text{Gesamtkapitalrentabilität} = \frac{300 + (0,1 \cdot 1.000)}{2.500} \cdot 100 = 16\%$
Nach Durchführung Rückkauf:	$\text{Gesamtkapitalrentabilität} = \frac{285 + (0,1 \cdot 1.150)}{2.500} \cdot 100 = 16\%$
	$\text{Eigenkapitalrentabilität} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Eigenkapital}} \cdot 100$
Vor Durchführung Rückkauf:	$\text{Eigenkapitalrentabilität} = \frac{300}{1.500} \cdot 100 = 20\%$
Nach Durchführung Rückkauf:	$\text{Eigenkapitalrentabilität} = \frac{285}{1.350} \cdot 100 = 21,1\%$

Quelle: Eigene Darstellung.

Aus Sicht des Aktionärs ist die Vorgehensweise daher zunächst sinnvoll. Gleichzeitig steigt aber der Verschuldungsgrad des Unternehmens an.¹³⁵ Dies kann sich negativ auf das Unternehmensrating auswirken. Da die Zinskonditionen weiterer Kreditvergaben jedoch vom Ratingergebnis abhängig gemacht werden, können sich die künftigen Refinanzierungsmöglichkeiten durch Fremdkapitalaufnahme bei der Gesellschaft verteuern. Bei einer schlechteren Rating-Note aufgrund durchgeführter Buy Backs, können sich auch bei gleich bleibender Ergebnissituation die Kreditkonditionen verteuern. In Fällen, bei denen die Differenz zwischen Gesamtkapitalrendite und Fremdkapitalzinssatz vorher nur gering war, besteht dann durchaus die Gefahr eines negativen Leverage-Effekts. Die Risikosteigerung durch erhöhte Verschuldung würde bei einem vollkommenen Kapitalmarkt sogar den positiven Renditeeffekt vollständig ausgleichen.¹³⁶

Es existieren für die zukünftige Unternehmensentwicklung darüber hinaus noch weitere Risiken. Zum einen besteht die Gefahr, dass die Fremdkapitalgeber bei zunehmender Verschuldung versuchen werden, zur eigenen Risikominimierung Einfluss auf die Unternehmenspolitik zu nehmen. Zum anderen beinhaltet die

¹³⁵ Beim Beispiel der Industrie AG sinkt z.B. die Eigenkapitalquote als Maßstab der Bonität von 60 % auf 54 %.

¹³⁶ Vgl. Schmidt/Spindler 2008, S. 94.

Leverage-Chance selbst auch ein entsprechendes Risiko. Sinkt die Gesamtkapitalrentabilität unter den Fremdkapitalzinssatz (z.B. aufgrund eines Gewinneinbruchs oder weil die Zinsen erhöht werden), führt ein solcher Aktienrückkauf zu einer Verringerung der Eigenkapitalrentabilität, weil das Fremdkapital im Verhältnis zur erwirtschafteten Gesamtkapitalrentabilität zu teuer wird. Da es sich um einen Hebeleffekt handelt, wird der negative Leverage-Effekt umso stärker ausfallen je höher der Verschuldungsgrad des Unternehmens ist.

Die Optimierung der Kapitalstruktur ist beispielsweise bei der Daimler AG das Hauptargument zum Start eines enormen Rückkaufprogramms seit 2007. Nach der Trennung von Chrysler verfügt die Gesellschaft über eine üppige Eigenkapitalausstattung und reichlich Liquidität.¹³⁷ Diese beiden Umstände nutzt Daimler für ein Rückkaufprogramm, das in der Betrachtungsperiode der vorliegenden Studie mit 7.606 Mio. € Rückkaufvolumen den Spitzenwert aller rückkaufenden Unternehmen belegt. Aufgrund kritischer Stimmen aus Finanzanalystenkreisen, hat Daimler sein Aktienrückkaufprogramm allerdings gedrosselt. Die Kritik richtete sich auf abschmelzende Barreserven, die Daimler besser für Zeiten des wirtschaftlichen Rückgangs zu Verfügung haben sollte.¹³⁸

Auch das Rückkaufprogramm bei E.ON verfolgt ähnliche Ziele. Der zugrunde liegende Mechanismus wird von der Gesellschaft auf ihrer Internetseite folgendermaßen geschildert: Nach Einzug der erworbenen Anteile wird das Grundkapital des Unternehmens verringert. Hierdurch sinkt das Eigenkapital, während gleichzeitig die Verschuldung ansteigt. Dies wird bei E.ON als wichtiger Schritt zur effizienteren Gestaltung der Kapitalstruktur angesehen. Neben diesem Ziel will die Gesellschaft auch ein Signal hinsichtlich einer bestehenden Unterbewertung ihrer Papiere senden. Der Aktienrückkauf wird daher auch als „Ausdruck des Vertrauens in das Wertsteigerungspotenzial unserer Aktie“¹³⁹ gesehen.

4.2.4 Begünstigung des Gewinns je Aktie

Der *Gewinn je Aktie* (Earnings per Share [EPS]) ist für die Marktteilnehmer eine der Standardmessgrößen zur Orientierung bei einer Investitionsentscheidung.¹⁴⁰ Durch den Aktienrückkauf wird die Anzahl der Aktien bei gleich bleibender Gewinnsumme verringert. Hierdurch erhöht sich der Gewinn je Aktie.

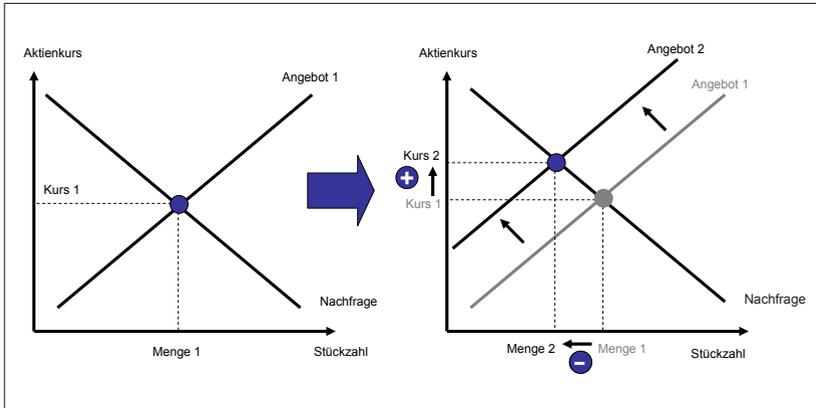
¹³⁷ Vgl. Sommer (b) 2008, S. 12.

¹³⁸ Vgl. o. V. (b) 2008, S. 15.

¹³⁹ Informationen zum Aktienrückkauf bei E.ON unter: <http://www.eon.com/de/investoren/16540.jsp>.

¹⁴⁰ Vgl. Europäische Zentralbank 2007, S. 113.

Abbildung 23: Effekt des Aktienrückkaufs auf den Gewinn je Aktie



Quelle: Eigene Abbildung.

Vielfach wird die Meinung vertreten, dass eine solche Beeinflussung des Gewinns je Aktie nur dann stattfindet, wenn die Papiere auch eingezogen werden. Dieser Auffassung wird an dieser Stelle nicht entsprochen. Da die eigenen Aktien im Bestand nicht dividendenberechtigt sind und sich durch einen Rückkauf die gehandelte Anzahl der Aktien verringert, verteilt sich der Gewinn der Gesellschaft automatisch auf eine geringere Anzahl an Aktien und die Kennzahl EPS steigt an, was wiederum den Kurs positiv beeinflussen sollte.

4.3 Aktienrückkäufe als Instrument zur Gestaltung der Gesellschafterstruktur

Obwohl diese Untersuchung zeigt, dass Aktienrückkäufe in Deutschland kein Ersatz für Dividenden sind, stellen sie für das Management eine erhebliche strategische Option dar und erfreuen sich vermehrter Beliebtheit. Das hohe Maß an Handlungsspielräumen hinsichtlich Timing, Erfüllungsgrad und Verwendungszweck birgt erhebliches Potenzial zur Steuerung der Finanzierungspolitik und als Instrument zur Beeinflussung der Gesellschafterstruktur sowie der Unternehmenspolitik, was zu Interessenkonflikten zwischen Management und Aktionären führen kann.¹⁴¹

141 Vgl. Prokot 2006, S. 238.

4.3.1 Aktienrückkauf als M&A-Instrument

Bei Aktienrückkäufen ist die häufigste Begründung, die erworbenen Aktien als Transaktionswährung bzw. Akquisitionswährung zu verwenden. Doch was ist unter Aktien als Transaktionswährung zu verstehen? An dieser Stelle erfolgt daher ein Überblick über das Geschäft mit Unternehmenszusammenschlüssen und –übernahmen, kurz als „M&A“ bezeichnet.

International steht das Kürzel für *Mergers & Acquisitions*. Hierunter werden zum einen Unternehmenszusammenschlüsse (Mergers) verstanden, bei denen aus zwei unterschiedlichen Gesellschaften nach Fusion eine neue Gesellschaft entsteht. Beim Merger verliert damit zumindest eines der beiden Unternehmen seine rechtliche Selbständigkeit. Zum anderen werden Übernahmen (Acquisitions) mit M&A bezeichnet. Unter Acquisitions sind grundsätzlich Beteiligungen eines Unternehmens an einem anderen zu verstehen, die von knapp über 0 % bis 100 % variieren können. Im Gegensatz zum Merger ist bei Acquisitions die Aufgabe der rechtlichen Selbständigkeit eines der Unternehmen nicht zwingend.¹⁴² Während sich in den USA das Thema „M&A“ bereits seit der ersten Übernahmewelle 1895-1904 etabliert hat, erlangte es in Deutschland erst zu Beginn der 1980er Jahre einen relevanten Bedeutungsgrad.¹⁴³

Mergers & Acquisitions sind für Unternehmen eine strategische Option, um sich veränderten Umweltbedingungen durch anorganisches Wachstum schnell anzupassen. Verfolgte Zielsetzungen sind der Erwerb zusätzlichen Know-hows, Erschließung neuer Märkte, Ausbau der Marktanteile sowie Erzielung von Synergieeffekten auf den unterschiedlichsten Tätigkeitsfeldern.¹⁴⁴ Um diese Ziele zu erreichen, können sich Unternehmen zum einen horizontal zusammenschließen, d. h. Unternehmen einer Wertschöpfungsstufe. Zum anderen können sich vertikale Zusammenschlüsse ergeben, wenn sich Unternehmen aufeinander aufbauender Produktions- und Handelsstufen zusammenfinden. Als dritte Möglichkeit kann ein konglomerater Zusammenschluss stattfinden, bei dem sich Unternehmen unterschiedlicher Branchen und/oder unterschiedlicher Produktionsstufen vereinigen.¹⁴⁵

Da bei Unternehmensübernahmen oftmals hohe Kaufpreise zu zahlen sind und die Gesellschaften diese nicht in Form von Barreserven vorrätig haben, muss eine

142 Vgl. Machazina 2003, S. 636.

143 Vgl. Achleitner/Wirtz/Wecker 2004, S. 478.

144 Vgl. Achleitner/Wirtz/Wecker 2004, S. 476.

145 Vgl. Wöhe 2005, S. 287.

andere Form der Kaufpreiszahlung gefunden werden. An Stelle von Barmitteln können auch die Aktien des kaufenden Unternehmens zur Zahlung an die veräußernde Gesellschaft gegeben werden. Hierzu müssen die Aktien allerdings zuvor erworben werden. Anschließend ist die rückkaufende Gesellschaft natürlich an steigenden Kursen interessiert, da dies zur Wertsteigerung der eigenen Anteile im Bestand führt, was wiederum die Möglichkeiten der Nutzung als Transaktionswährung erhöht. Doch Aktienrückkäufe können nicht nur durchgeführt werden, um die erworbenen Anteile später zur Zahlung von Kaufpreisen bei Unternehmensübernahmen zu verwenden. Vielmehr können eigene Anteile auch mit dem Motiv erworben werden, die Übernahme des eigenen Unternehmens zu verhindern.

Erfolgt ein Unternehmenszusammenschluss im Einvernehmen mit den Gesellschaftern aber gegen den Willen der Geschäftsleitung, des Aufsichtsrats oder der Belegschaft, wird dies als feindliche Übernahmen oder *Hostile Takeover* bezeichnet.¹⁴⁶ In der Unternehmenspraxis haben sich zur Abwehr von feindlichen Übernahmen unterschiedlichste Strategien entwickelt. Eine Abwehrstrategie ist der Kauf eigener Anteile. Hiermit können sich zwei Wirkungen ergeben. Einerseits kann der Rückerwerb eigener Aktien zu einer Börsenkurssteigerung führen, was wiederum die Übernahme verteuert und unattraktiv für den Übernehmer werden lässt. Andererseits werden die Stimmrechtsverhältnisse in der Hauptversammlung durch Buy Backs verändert. Unerwünschte Investoren müssten dann größere Aktienpakete als ursprünglich geplant erwerben, um in die Unternehmenspolitik gestaltend eingreifen zu können. In Deutschland ist diese Abwehrstrategie jedoch kaum wirksam. Ein Rückkauf könnte über § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG zur Vermeidung eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens für die Gesellschaft stattfinden. Es gelingt jedoch nur selten der Nachweis, dass ein Übernahmeversuch tatsächlich schädlich für die zu übernehmende Gesellschaft ist. Zusätzlich beschränkt die volumenmäßige Grenze des § 71 Abs. 1 AktG auf ein maximales Rückkaufvolumen von 10 % des Grundkapitals die Wirksamkeit dieses Abwehrinstruments weiter.¹⁴⁷

4.3.2 Gestaltung der Stimmrechtsverteilung

Die Absicht bei diesem Erwerbsmotiv liegt darin, einzelne Aktionärsgruppierungen in ihren Stimmrechten zu beschränken, da sie als schädlich für die Entwicklung des Unternehmens angesehen werden.

¹⁴⁶ Vgl. Achleitner/Wirtz/Wecker 2004, S. 482.

¹⁴⁷ Vgl. Macharzina 2003, S. 661.

Dabei kann es sich z.B. um Rückkäufe zur Verkleinerung der Streubesitzaktionäre und damit eine Reduzierung von Betreuungskosten für diesen Aktionärskreis handeln. Je nachdem, wie groß der Anteil der Streubesitzaktionäre an einer Gesellschaft ist und wie viele große Einzelaktionäre existieren, kann der Rückkauf bis hin zur Vorbereitung eines *Squeeze Out-Verfahrens*¹⁴⁸ erfolgen.

Des Weiteren kann die Zielsetzung auch darin liegen, dass die Anteile gezielt von Streubesitzaktionären z.B. über die Börse (Open Market Repurchase) zurückgekauft werden, um sie später zur Gewinnung neuer Aktionäre wieder zu veräußern. Die neuen Aktionäre können dabei auch ausländische Investoren sein, an deren Börsen die Papiere bislang noch nicht gehandelt wurden. Es können aber auch neue Großaktionäre sein, denen die Gesellschaft ein größeres Gesamtpaket anbieten möchte, um die Gesellschafterstruktur zu stabilisieren.

Ein letzter Punkt stellt die Verminderung des Einflusses von (opponierenden) Aktionärsgruppen dar. Bei einem solchen Erwerbsmotiv, versucht der Vorstand einer Aktiengesellschaft sich von unliebsamen Aktionärsgruppen zu befreien. Dies müssen nicht unbedingt kritische Kleinaktionäre sein. Vor allem Hedge- und Private Equity-Fonds versuchten in der Vergangenheit über kleinere Aktienpakete massiven Einfluss auf das Management von Gesellschaften zu nehmen (*Aktionärsaktivismus*). Prominentes Beispiel ist hier die Deutsche Börse AG. Nach dem Einstieg von zwei Hedge-Fonds versuchten, diese den damaligen Vorstandsvorsitzenden Seifert sowie den Aufsichtsratsvorsitzenden Breuer aus ihren Ämtern zu drängen. Bekanntlich hatten beide Fonds Erfolg, obwohl sie nur kleine Beteiligungspakete hielten, diese aber durch eine aktive Finanzmarktkommunikation geschickt zur Erreichung ihrer Ziele einsetzten. Der Vorstand einer Gesellschaft kann daher versuchen einen solchen Aktionärsaktivismus über einen Rückkauf zu unterbinden, was letztlich die Gesellschafterstruktur stabilisieren soll.

Allerdings sind Investoren wie Hedge- und Private Equity-Fonds auch oftmals die treibende Kraft, wenn es um Ausschüttungen über Buy Backs geht. Aufgrund ihrer Rentabilitätsziele sind diese Fonds stets an Ausschüttungen interessiert und drängen Gesellschaften über Rückkäufe eigener Aktien zusätzliche Liquidität aus auszahlen.¹⁴⁹ Ob eine solche Vorgehensweise den schlechten öffentlichen Ruf von Hedge- und Private Equity-Fonds zukünftig verbessert erscheint mehr als fraglich.

148 Beim Squeeze Out-Verfahren kann ein einzelner Aktionär bei mindestens 95 % Stimmrechtsanteil, die restlichen Kleinaktionäre zwangsabfinden (Vgl. Kapitel 6.2).

149 Vgl. Sommer (a) 2008, S. 12.

4.3.3 Aktienrückkäufe und Mitarbeiterbeteiligung

Gemäß den Bestimmungen des § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG sind Gesellschaften auch ohne Ermächtigung der Hauptversammlung berechtigt, eigene Anteile im Rahmen von Belegschaftsaktienprogrammen zurückzukaufen. Obwohl sich die Studie explizit auf Rückkäufe nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG bezieht, soll dieser Punkt dennoch kurz erläutert werden.

Bei der Recherche zur vorliegenden Analyse ließen sich hinsichtlich des Erwerbsmotivs „Mitarbeiterbeteiligung“ zwei unterschiedliche Gruppen an Unternehmen identifizieren. Eine Gruppe nutzt obige Bestimmung nach Nr. 2. Dabei ist jedoch von Nachteil, dass der Rückkauf von Anfang an zweckgebunden erfolgt und der Vorstand damit Flexibilität einbüßt. Dies ist die Begründung für die zweite Gruppe: Gesellschaften, die nach Nr. 8 Rückkäufe tätigen. Zwar benötigt die Gesellschaft dann für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme zunächst eine Ermächtigung der Hauptversammlung zum Aktienrückkauf, auf der anderen Seite sind die erworbenen Anteile nicht zweckgebunden und könnten auch in anderer Weise verwendet werden.

Insgesamt ist jedoch festzustellen, dass die Volumina, die speziell zur Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen erworben werden, äußerst gering ausfallen und im Gesamtkontext eine untergeordnete Rolle spielen.

5 Risiken des Aktienrückkaufs

5.1 Überblick über Risiken beim Rückkauf

Im vorhergehenden Kapitel wurden die Erwerbsmotive für Aktienrückkäufe skizziert, die grundsätzlich dazu dienen sollen das Vermögen der Gesellschafter (Shareholder Value) zu steigern. Allerdings erfolgte bereits an mehreren Stellen der Hinweis, dass Buy Backs nicht unkritisch zu sehen sind, sondern auch Gefahrenpotenzial mit sich bringen. Im Allgemeinen lassen sich folgende Risiken aufgrund von Aktienrückkäufen für Unternehmen nennen:

- Finanzielle Instabilität aufgrund eines ansteigenden Verschuldungsgrades;
- Verringerung des Free Float und damit einhergehend eine Verschlechterung des Gewichts im jeweiligen Aktienindex;
- Negative Auswirkungen auf Kleinaktionäre bis hin zur Vorbereitung eines Squeeze Out-Verfahrens;
- Negative Beeinflussung der verfügbaren liquiden Mittel;
- Allgemein die Frage, ob durch das Rückkaufprogramm kurzfristig die Aktienkurse auf Kosten langfristiger Investitionsvorhaben gestützt werden;
- Negative Auswirkungen auf das Unternehmensrating.

Die Relevanz der einzelnen Risiken im Sinne einer Gefahr der Kapitalvernichtung durch Rückkäufe, stellt sich naturgemäß deutlich unterschiedlich dar. Während die Problematik eines verringerten Free Float für die Gesellschaft keine wesentlichen Folgewirkungen entfalten dürfte, ist der Liquiditätsabfluss zulasten zukünftiger Investitionen kritischer zu sehen.

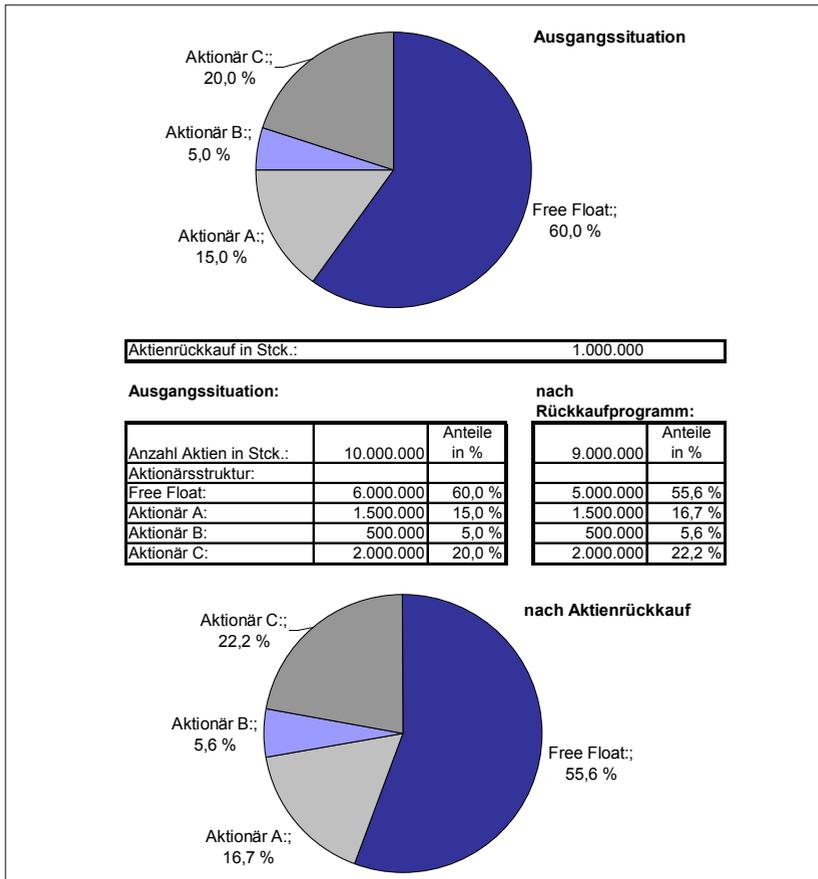
5.2 Ungleichbehandlung von einzelnen Aktionären

Laut Aktiengesetz gilt im Verhältnis zwischen Gesellschaft und Eigentümern der Gleichbehandlungsgrundsatz, nach dem kein Aktionär zulasten anderer Aktionäre bevorzugt behandelt werden darf. Dieser Grundsatz ist bei Aktienrückkaufprogrammen nicht immer einzuhalten.¹⁵⁰ Neben der Steigerung der Rendite können Aktienrückkäufe vom Management auch dazu eingesetzt werden, die Aktio-

¹⁵⁰ Vgl. z.B. Kap. 3.2.3.

närsstruktur zu gestalten. Somit besteht die Möglichkeit, dass sich für einzelne Aktionäre ein höherer Stimmrechtsanteil ohne eigenes Tätigwerden durch ein Rückkaufprogramm ergibt. Dies soll anhand des folgenden Beispiels erläutert werden. Eine Aktiengesellschaft kauft unter Berücksichtigung der gesetzlichen Höchstgrenze 10 % ihres Grundkapitals von Kapitalmarktteilnehmern aus dem *Streubesitz*¹⁵¹ zurück und zieht die Aktien anschließend ein.

Abbildung 24: Stimmrechtsveränderungen durch Aktienrückkäufe



Quelle: Eigene Darstellung.

151 Streubesitz bzw. Free Float: Anteilsbesitz von weniger als 5 % bezogen auf eine Aktienart eines Unternehmens (Vgl. Prokot 2006, S. 36).

Für die Großanleger A, B und C ergibt sich hierdurch ohne eigene Marktaktivität ein erhöhter Stimmrechtsanteil. Vor allem für Aktionär C kann sich diese Situation positiv auswirken: Sein Stimmrechtsanteil steigt auf 22,2 %. Zur Ausübung einer Sperrminorität bei Beschlüssen der Hauptversammlung würde er grundsätzlich 25 % + eine Aktie benötigen. Da in Hauptversammlungen im Regelfall nie 100 % des stimmberechtigten Kapitals anwesend sind, könnte sein Stimmrechtsanteil ausreichend sein, um auf der nächsten Hauptversammlung eine faktische Sperrminorität auszuüben. Unter Prinzipal-Agenten-Gesichtspunkten ist dieser Umstand problematisch, da das Risiko des Moral Hazard gegeben ist: Management und einzelne Aktionäre könnten zum Schaden des Unternehmens und der restlichen Eigentümer eine Veränderung der Aktionärsstruktur herbeiführen, um unternehmenspolitische Entscheidungen voranzutreiben, die zuvor aufgrund fehlender Stimmrechte nicht möglich waren (z.B. die Forcierung einer wertvernichtenden Unternehmensfusion).

5.3 Negative Auswirkungen auf das Unternehmensrating

Neben dem Abfluss von Liquidität bedeutet der Rückkauf eigener Anteile auch, dass sich das Eigenkapital einer Gesellschaft verringert. Je nach Zielsetzung, die mit dem Rückkauf verfolgt werden soll, ist dieser Effekt sogar gewünscht, um die Eigenkapitalrentabilität unter Nutzung des Leverage-Effekts zu steigern.¹⁵² Allerdings kann der zunehmende Verschuldungsgrad auch zu zunehmender finanzieller Instabilität führen.¹⁵³ Vor allem in Krisenzeiten verschlechtert das Fehlen von Eigenkapital die Chancen des Turnaround wesentlich.¹⁵⁴ Das heißt, in einem Krisenumfeld wird der Wert der eigenen Anteile, die sich im Bestand der Gesellschaft befinden, sehr wahrscheinlich massiv abgewertet und eine Wiederveräußerung der eigenen Anteile aus der Krise heraus wird umgekehrt kaum möglich sein.¹⁵⁵ Eine bewusste Verringerung der Eigenkapitalbasis kann jedoch nicht nur für die Gesellschafter mit Risiken behaftet sein: Bei einer Insolvenz der Gesellschaft werden letztlich auch weitere Stakeholdergruppierungen wie Mitarbeiter

152 Vgl. Kapitel 4.2.3.

153 Vgl. Hein/van Treeck 2008, S. 6.

154 Vgl. Koch 2006, S. 46.

155 Vgl. Schädle 2000, S. 60.

(Entgeltverlust), Kunden (Lieferstopp) und Lieferanten (Forderungsausfall) mit Vermögensschäden zu rechnen haben.

Des Weiteren führt die Verringerung des Eigenkapitals auch zu einer Verschlechterung der Rating-Basis aus Sicht der Fremdkapitalgeber.¹⁵⁶ Dies kann zu Folge haben, dass eine Fremdkapitalvergabe als riskanteres Investment eingeschätzt wird und die Rating-Note der Gesellschaft entsprechend herabgestuft wird, um das erhöhte Risiko nach außen zu kommunizieren.¹⁵⁷ Als Beispiel kann hier auf die Siemens AG verwiesen werden. Das Unternehmensrating der Gesellschaft wurde im November 2007 infolge der Bekanntgabe eines Rückkaufprogramms herabgestuft. Dabei veränderte die Rating-Agentur Moody's Investors Service das langfristige Siemens-Rating von Aa3 auf A1.¹⁵⁸ Solche Veränderungen der Bonität bedeuten für die betroffenen Gesellschaften im Regelfall eine steigende Zinsbelastung und/oder höhere Kosten bei der Platzierung von Unternehmensanleihen am Kapitalmarkt.¹⁵⁹ In einem solchen Fall ist auch zu vermuten, dass der Rückkauf eigener Anteile zulasten der zukünftigen Entwicklungsmöglichkeiten einer Gesellschaft ausgeführt wird.

5.4 Auswirkungen auf die Indexzugehörigkeit

Rückkäufe erfolgen in Deutschland in den meisten Fällen über die Börse (Open Market Repurchase) aus dem Streubesitz (Free Float).¹⁶⁰ Werden die erworbenen Anteile anschließend eingezogen verringert sich der Free Float einer Gesellschaft. Dann sinkt auch die Gewichtung der Aktie in ihrem jeweiligen Index. Investmentfonds, die ihr Portfolio an einem Index ausrichten, müssten daraufhin die Aktien verkaufen. Diese Verkaufsaktionen könnten wiederum zu einem sinkenden Kurs führen. Der zunächst zu erwartende Kursanstieg wäre dann nicht dauerhaft, sondern lediglich kurzfristig.

¹⁵⁶ Vgl. Schädle 2000, S. 65.

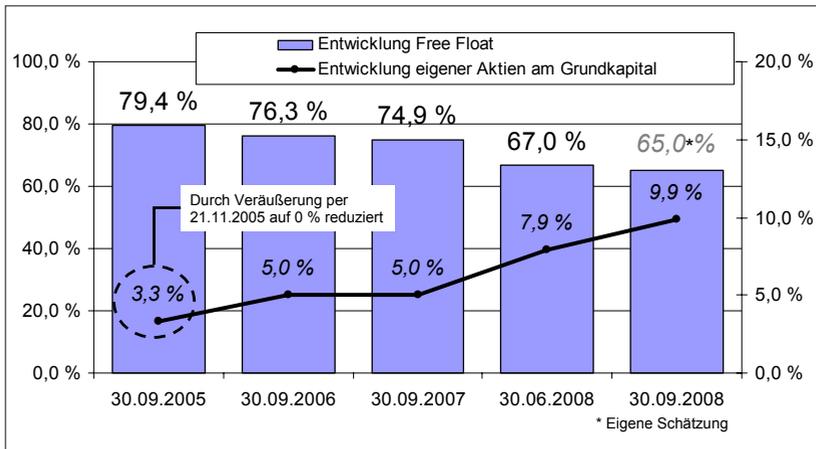
¹⁵⁷ Vgl. Klose/Ruppert 2004, S. 252.

¹⁵⁸ Vgl. Geschäftsbericht Siemens AG 2007, S. 148.

¹⁵⁹ Vgl. Pertlwieser 2006, S. 171.

¹⁶⁰ Vgl. Kapitel 3.2.1.

Abbildung 25: Entwicklung des Free Float der ThyssenKrupp AG durch Rückkäufe im Zeitablauf



Quelle: Eigene Darstellung.

Beispielhaft sei hier auf die ThyssenKrupp AG verwiesen. Die Gesellschaft stellt auf freiwilliger Basis die Entwicklung ihres Free Floats nach erfolgten Rückkäufen dar. Durch diesen Service ist sofort ersichtlich wie deutlich frühere Rückkaufprogramme zur Verringerung des Streubesitzes beigetragen haben. Eine solche Angabe wäre auch bei anderen Gesellschaften interessant und wünschenswert, konnte aber bei den anderen 159 analysierten Unternehmen nicht gefunden werden, was sich mit der Freiwilligkeit einer solchen Information erklären lässt.

5.5 Rückkäufe zulasten von Zukunftsinvestitionen

Der Rückkauf eigener Anteile führt zu einer Reduktion der Liquidität einer Gesellschaft in Höhe des Rückkaufvolumens.¹⁶¹ Während bei einem eigenfinanzierten Rückkauf die Liquidität zu einem Zeitpunkt ausgezahlt wird, findet bei einem kreditfinanzierten Erwerb eigener Anteile ein zeitlich gestreckter Liquiditätsabfluss durch die Kapitaldienste Zins und Tilgung über die Laufzeit des Kredits statt. Ein solcher Liquiditätsabfluss kann durchaus höher ausfallen, als ursprünglich

161 Vgl. Pertlwieser 2006, S. 163.

vom Vorstand einer Gesellschaft geplant.¹⁶² Diese Gelder stehen der Gesellschaft anschließend nicht mehr zur Verfügung. Problematisch sind Aktienrückkaufprogramme somit dann, wenn sie zulasten notwendiger Investitionen durchgeführt werden. Eine Analyse der Europäischen Zentralbank kommt zum Ergebnis, dass Unternehmen die Aktienrückkäufe tätigen weniger investieren als Unternehmen ohne Rückkaufprogramme. Gesellschaften mit Rückkauf schütten demzufolge mehr Liquidität an die Aktionäre aus, als in das eigene Geschäft zu reinvestieren.¹⁶³ Konträr dazu existiert die Meinung, dass sich Unternehmen, die hohe Ausschüttungen tätigen, aufgrund des Liquiditätsabflusses auf die wesentlichen und zukunftssträchtigen Investitionen konzentrieren und damit bedachtsamer vorgehen und innovativer sind.¹⁶⁴ Dieser Gedankengang führt soweit, dass Fondsmanager bei der Zusammenstellung ihrer Investitionsportfolios ihren Fokus auf rückkaufende Unternehmen legen.¹⁶⁵

Fließt Liquidität an die Aktionäre ab, die anschließend für Investitionsprogramme fehlt, ist dies für die Unternehmung mittelfristig negativ. In einem vollkommenen Kapitalmarkt würde eine solche Entwicklung von den Kapitalmarktteilnehmern entsprechend interpretiert und sie würden sich von ihren Anteilen trennen, was zu sinkenden Kursen führt. Das Management würde daraufhin bestenfalls, aufgrund der häufigen Koppelung des Einkommens an die Aktienkursentwicklung, mit Einkommenseinbußen zu rechnen haben und schlimmstenfalls nicht mehr neu bestellt werden. Aufgrund von Informationsasymmetrien ist es für die Eigentümer jedoch nicht möglich einzuschätzen, ob ein erfolgter Aktienrückkauf tatsächlich Investitionen verdrängt hat. Daher sind bestehende Informationsasymmetrien durch verstärkte Transparenz im Rahmen der Berichterstattung seitens der Unternehmensleitung zu beseitigen. Neben einer erhöhten Transparenz wäre auch die stärkere Beschränkung von Aktienrückkäufen durch den Gesetzgeber ein möglicher Ansatzpunkt, um die beschriebenen Risiken zu vermeiden.¹⁶⁶ Auf europäischer Ebene sind hingegen die Weichen derart gestellt, dass durch die Änderungsrichtlinie 2006/68/EG die nationale Gesetzgebung dahingehend liberalisiert werden kann, dass die geltende Erwerbsschranke von derzeit 10 %

162 Vgl. Bilfinger Berger AG: Durch die betragsmäßige Beschränkung des Rückkaufvolumens konnte ein ungeplanter Liquiditätsabfluss verhindert werden. Allerdings wurden hierdurch nicht so viele Papiere zurückgekauft wie ursprünglich vorgesehen.

163 Vgl. Europäische Zentralbank 2007, S. 119.

164 Vgl. Schmidt/Spindler 2008, S. 136.

165 Vgl. Sommer (b) 2008, S. 12.

166 Vgl. Hein/van Treeck 2008, S. 12.

des Grundkapitals gänzlich aufgehoben würde. Aufgrund bestehender Informationsasymmetrien ist diese Entwicklung äußerst kritisch zu sehen.

5.6 Rückkäufe zulasten des Shareholder Value

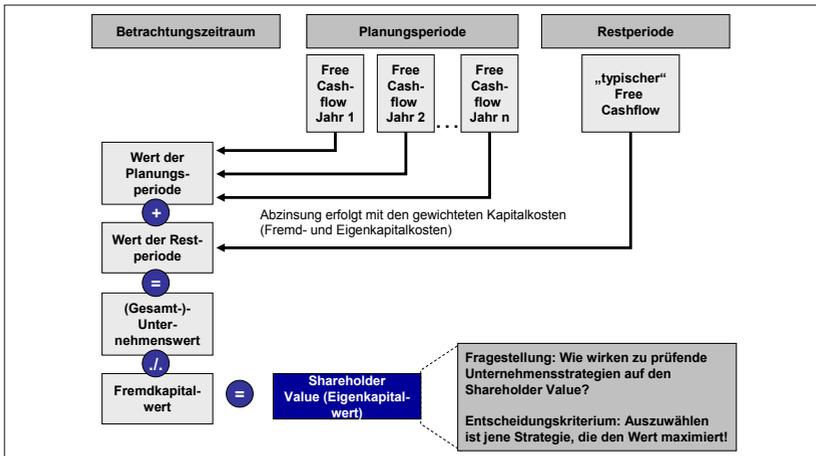
Der *Shareholder Value-Ansatz* wurde 1986 von Rappaport in seinem Werk „Creating Shareholder Value“ erstmals einem breiten Publikum vorgestellt und ermittelt den Wert eines Unternehmens mit Hilfe der Kapitalwertmethode (*Discounted Cashflow-Methode*).¹⁶⁷ Hierzu werden zukünftige Zahlungsströme (*Cashflows*) auf ihren heutigen Wert abgezinst. Da der Cashflow als Maßgröße für das Innenfinanzierungspotenzial einer Unternehmung¹⁶⁸ auf unterschiedlichste Arten berechnet werden kann, wird im Regelfall auf den so genannten *Free Cashflow* zurückgegriffen. Diese Kennziffer bildet den Zahlungsmittelbestand nach getätigten Investitionen ab und kann vom Unternehmen genutzt werden, um Verzinsungsansprüche von Eigen- und Fremdkapitalgebern zu bedienen.¹⁶⁹ Somit umfasst der Ansatz von Rappaport eine investitionstheoretische Perspektive sowie kapitalmarkttheoretische Erkenntnisse. In der Anwendung bedeutet dies, dass Erträge aus zukünftigen Investitionen auf ihren heutigen Wert diskontiert und der Investitionssumme gegenübergestellt werden. Doch es werden nicht nur die Fremdkapitalzinsen berücksichtigt, sondern auch die Eigenkapitalkosten, die sich an der Rendite-Erwartung der Gesellschafter sowie dem Risiko der jeweiligen Branche orientieren. Sämtliche Shareholder Value-Konzepte, die im Anschluss an Rappaport's Werk „Creating Shareholder Value“ in Scharen entstanden sind, basieren auf diesem Grundgedanken, der nachfolgend grafisch dargestellt ist.

167 Vgl. Rappaport 1999, S. XIff.

168 Vgl. Gräfer 2008, S. 93.

169 Vgl. Ballwieser 1998, S. 84.

Abbildung 26: Funktionsweise des Shareholder Value-Ansatzes nach Rappaport.¹⁷⁰



Zur Steigerung des Shareholder Values stehen die unterschiedlichsten strategischen Optionen wie z.B. strategische Allianzen, Akquisitionen, Desinvestitionen usw. zur Auswahl. Die Frage des Aktienrückkaufs ist hierbei jedoch eine der herausforderndsten und am meisten umstrittenen,¹⁷¹ da Buy Backs oftmals zu teuer durchgeführt werden, vor allem wenn das Managemententgelt an das Erreichen bestimmter Renditewerte gekoppelt ist. In diesem Fall gehen Aktienrückkäufe zulasten des Shareholder Values der verbleibenden Aktionäre.¹⁷²

Gerade dem Ziel einer Beeinflussung von Leistungskennzahlen, wie dem Gewinn je Aktie, durch Aktienrückkäufe ist daher kritisch entgegenzutreten. Selbst Vertreter des Shareholder Value-Managements stehen hinsichtlich diesem Erwerbsmotiv dem Aktienrückkauf kritisch gegenüber. So stellt Rappaport die These auf, dass bei einer starken Ausrichtung auf Steigerung des Gewinns je Aktie über Rückkäufe, ein Vermögenstransfer zulasten von langfristig orientierten Aktionären und zu Gunsten von kurzfristig orientierten Aktionären stattfindet.¹⁷³ Hieraus ergibt sich, dass Aktienrückkäufe mit dem Erwerbsmotiv „Steigerung des Gewinns je Aktie“, tendenziell nicht Shareholder Value schaffen, sondern vernichten, da auch überbewertete Anteilsscheine zurückgekauft werden. Somit

170 Vgl. Knorren/Weber 1997, S. 13.

171 Vgl. Rappaport 1999, S. 112.

172 Vgl. Rappaport 2005, S. 70.

173 Vgl. Rappaport 2005, S. 70.

liegt ein klassisches *Prinzipal-Agenten-Problem* vor: Vorstände versuchen, über Aktienrückkäufe ihre eigene Einkommenssituation zu verbessern und vernichten das ihnen von den Aktionären anvertraute Kapital durch zu teure Rückkaufprogramme.

Zu diesem Ergebnis kommen letztlich auch Hein/van Treeck. Ihre Argumentation baut darauf auf, dass durch Koppelung der Vergütung von Vorständen an Finanzmarktkennzahlen das Interesse des Vorstandes darin liegen wird, die entsprechenden Kennzahlen unter anderem mittels Aktienrückkäufe zu beeinflussen. Dies bewirkt einen Liquiditätsabfluss, der nicht mehr für zukunftsgerichtete Investition zur Verfügung steht.¹⁷⁴ Beide Autoren kommen daher zum Ergebnis, dass die Ausrichtung an der Zielgröße „Shareholder Value“ zu verstärkten Ausschüttungen (Dividenden und Aktienrückkäufen) führt, was wiederum investitions hemmend wirkt.¹⁷⁵

5.7 Aktienrückkauf und Kurseffekte

Bisherige Studien zur Auswirkung von Aktienrückkäufen auf die Kursentwicklung konzentrieren sich überwiegend auf den US-amerikanischen Markt. Der zentrale Befund bisher ist, dass die Ankündigung von Rückkäufen tendenziell zu außergewöhnlich positiven Kursreaktionen führt. Die für den Euroraum zugänglichen Studien spiegeln diese Erkenntnis im Wesentlichen wider.¹⁷⁶ Gerke/Fleischer/Langer stellen in ihrer Studie zu 156 Ankündigungen zum Rückkauf eigener Anteile fest, dass am Tag der Ankündigung des Rückkaufs Renditesprünge von durchschnittlich 6 % zu beobachten sind, was deutlich über den Kurssprüngen in vergleichbaren Studien für die USA liegt.¹⁷⁷ Gleichzeitig gehen die Autoren davon aus, dass ein Großteil dieser Kurssprünge längerfristiger Natur und nicht nach kurzer Zeit wieder ausgeglichen ist.¹⁷⁸

Allerdings können diese Ergebnisse nicht isoliert betrachtet werden, da auch Studien für den deutschen Raum belegen, dass nicht immer eine Kursreaktion auf Rückkaufprogramme erfolgt. So kommt die Analyse des Deutschen Aktieninstituts (DAI) aus dem Jahre 1999 zu dem Ergebnis, dass lediglich bei zwei

174 Vgl. Hein/van Treeck 2008, S. 4.

175 Vgl. Hein/van Treeck 2008, S. 3.

176 Vgl. Europäische Zentralbank 2007, S. 118.

177 Vgl. Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 25.

178 Vgl. Gerke/Fleischer/Langer 2003, S. 26.

Unternehmen der Befragung die Ankündigung des Rückkaufs einen positiven Effekt auf den Kurs der Papiere zur Folge hatte. Weitere 17 Unternehmen haben hingegen erklärt, dass sich die Ankündigung nicht merklich auf den Kurs ihrer Anteilsscheine ausgewirkt hat.¹⁷⁹ Auch die Untersuchung von Deter/Gremmler kommt zu dem Ergebnis, dass 69 % der einbezogenen Unternehmen keinerlei Wechselwirkung zwischen Rückkaufprogramm und Kursentwicklung feststellen konnten. Bei weiteren 31 % wurde zwar ein positiver Effekt auf den Aktienkurs nach Rückkauf beobachtet, dieser war jedoch nur kurzfristiger Natur.¹⁸⁰

Werden Einzelbeispiele betrachtet, zeigt sich ein durchmisches Bild. Der Kurs der Daimler-Aktie legte trotz Ankündigung der Fortführung des Aktienrückkaufprogramms kaum zu.¹⁸¹ An dieser Stelle kann jedoch vermutet werden, dass bei Daimler bereits die Erstankündigung zu einer Kursreaktion führte und folglich bei Fortführen des Rückkaufprogramms keine weiteren Kursreaktionen mehr erfolgen. Bei IBM konnte nach Ankündigung eines Aktienrückkaufprogramms ein Kurssprung von 4,2 % festgestellt werden.¹⁸² Ebenso zeigte bereits die Ankündigung des Rückkaufprogramms bei Adidas eine Kurssteigerung von 3,1 %.¹⁸³ Zum Stichtag der vorliegenden Studie waren von dem angestrebten Volumen in Höhe von 420 Mio. € des Rückkaufprogramms bei Adidas allerdings erst 377 Mio. € umgesetzt.

Diejenigen Untersuchungen, die bestätigen, dass Aktienkurse positiv auf die Ankündigung von Rückkaufprogrammen reagieren, empfehlen als Rückkaufmethode den Tender Offer, da diese Methode aufgrund des zu zahlenden Aufschlags auf den aktuellen Kurs, am ehesten geeignet ist, signifikante Unterbewertungen des Marktes zu reduzieren. Die Rückkaufmethode über die Börse als Open Market Repurchase wird hingegen als ungeeignet angesehen, da hier der Rückkauf im Rahmen des täglichen Börsengeschehens erfolgt und somit die Signalwirkung geringer ist.¹⁸⁴ In Deutschland werden jedoch in der überwiegenden Zahl der Rückkäufe die eigenen Anteile über die Börse zurückgekauft, obwohl die Signalwirkung des Open Market Repurchase deutlich unter derjenigen anderer Rückkaufverfahren liegt.

179 Vgl. Deutsches Aktieninstitut 1999, S. 13.

180 Vgl. Deter/Gremmler 2008, S. 449.

181 Vgl. o. V. (a) 2008, S. 17.

182 Vgl. Gassmann/Laube 2008, S. 7.

183 Vgl. Gassmann 2008, S. 6.

184 Vgl. Rappaport 1999, S. 113.

Insgesamt sollte vor diesem Hintergrund den Untersuchungsergebnissen für den deutschen Raum skeptisch begegnet werden. Im Gegensatz zum US-amerikanischen Markt existieren für Deutschland nur relativ kurze Zeitreihen, die einer Analyse unterzogen werden können. Das Instrument des Aktienrückkaufs ist in Deutschland erst seit zehn Jahre in nennenswertem Umfang möglich. Somit ist es fraglich, ob ein solch kurzer Zeitraum bereits ausreichend ist, um allgemeingültige Aussagen zu Kurstendenzen bei Rückkäufen zu treffen.

6 Aktienrückkäufe und Auswirkungen auf die Unternehmenspolitik

6.1 Aktienrückkauf und Gesellschafterinteressen

Das Verhältnis zwischen Vorstand und Aktionären einer Aktiengesellschaft ist ein typisches Agenturverhältnis, das üppige Spielräume für *Prinzipal-Agenten-Konflikte* gerade bei Aktienrückkäufen bietet. Daher werden die Prinzipal-Agenten-Theorie und die Rolle von Buy Backs im Folgenden näher erläutert.

Der *Agenturansatz* ist Bestandteil der so genannten Neuen Institutionenökonomie. Diese befasst sich mit vertraglichen Beziehungen, die den wirtschaftlichen Austausch zwischen Individuen regeln. Eine zentrale Annahme besteht darin, dass Fähigkeiten, Wissen und Informationen unter Individuen ungleich verteilt sind.¹⁸⁵ Die einzelnen Ausprägungen der Institutionenökonomie unterscheiden sich in zwei Punkten. Zum einen gehen sie von unterschiedlichen Annahmen über das Verhalten der wirtschaftlichen Akteure aus und zum anderen beschäftigen sie sich mit unterschiedlichen Aspekten des Handelns in Institutionen.¹⁸⁶ Ein Agenturverhältnis kommt immer dann zu Stande, wenn eine oder mehrere Personen (Prinzipal bzw. Eigentümer) andere Personen (Agenten bzw. Manager) beauftragen, Dienste im Interesse Ersterer zu leisten. Allerdings bleibt das Risiko von Fehlentscheidungen, trotz Übertragung von Entscheidungsbefugnissen immer bei den Auftraggebern.¹⁸⁷ In der Unternehmensform der Aktiengesellschaft kommt damit durch die Übertragung der Geschäftsführungsfunktion auf ein professionelles Management stets ein Agenturverhältnis zu Stande. Damit der Auftragnehmer im Interesse des Auftraggebers handelt, muss der Prinzipal entweder das Handeln des Agenten kontrollieren (z.B. durch Implementierung von Überwachungsmechanismen) oder ihm entsprechende Anreize in Aussicht stellen (z.B. über Beteiligung am Gesellschaftskapital).¹⁸⁸

Durch die Übertragung der Leitungskompetenz einer Aktiengesellschaft an das Management verbinden die Eigentümer die Erwartung, dass eine Unternehmensführung in ihrem Sinne erfolgt. Allerdings wird im Rahmen dieser Theorie

185 Vgl. Macharzina 2003, S. 54.

186 Vgl. Macharzina 2003, S. 55.

187 Vgl. Schmidt/Spindler 2008, S. 111.

188 Vgl. Macharzina 2003, S. 62.

auch erwartet, dass die Agenten ihre individuellen Ziele verfolgen, die letztlich dem Unternehmen und damit den Eigentümern schaden können (*Moral Hazard*).¹⁸⁹ Aufgrund ihres Informationsvorsprungs gegenüber den Gesellschaftern hat der Vorstand einer Aktiengesellschaft stets den Spielraum, um seine individuellen Ziele zu verfolgen. Daher kann das Management unbeobachtet Aktionen (*Hidden Actions*) durchführen, die für den Unternehmenseigner nicht oder nur unter Einsatz entsprechender Kosten zu beobachten sind.¹⁹⁰ Durch die asymmetrisch verteilten Informationen zwischen Aktionär und Gesellschafter besitzt das Management der Aktiengesellschaft Kenntnisse, die außerhalb der Unternehmung nicht bekannt sind (*Hidden Information*).¹⁹¹ Diese Informationen können über Instrumente, wie den Aktienrückkauf, nach außen transportiert werden. Die bereits erwähnte Signalthypothese im Zusammenhang mit Aktienrückkäufen stellt damit aus Sicht der Prinzipal-Agenten-Theorie eine Möglichkeit zum Ausgleich von Informationsasymmetrien dar.

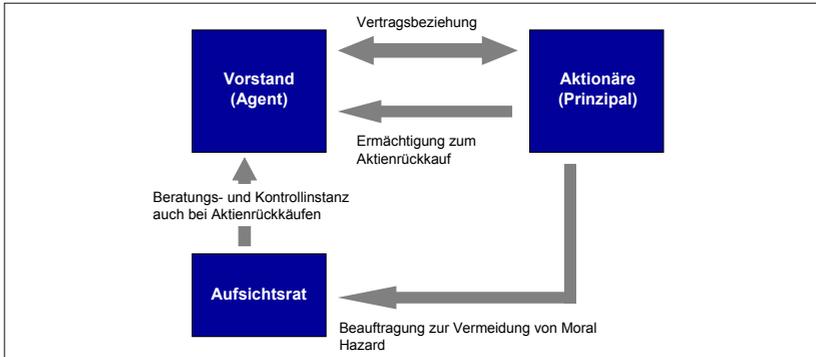
Doch auch der Aufsichtsrat spielt im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie eine bedeutende Rolle. Er erfüllt eine wichtige Kontrollfunktion und hat eine Schutzfunktion für die Gesellschaft, die in ihr beschäftigten Menschen sowie die Aktionäre zu übernehmen. Zum einen kann der Aufsichtsrat mit dafür Sorge tragen, dass bislang verborgene Informationen an die Gesellschafter weitergegeben werden. Zum anderen besteht die Aufgabe des Aufsichtsrats darin, Aktionen des Vorstandes, die dem Gesellschafter zum Nachteil gereichen können, zu verhindern. Nachfolgende Abbildung zeigt dieses Verhältnis gegenseitiger vertraglicher Abhängigkeiten nochmals im Überblick.

189 Vgl. Wöhe 2005, S. 82.

190 Vgl. Perridon/Steiner 2007, S. 525.

191 Vgl. Perridon/Steiner 2007, S. 524.

Abbildung 27: Prinzipal-Agenten-Problematik und Aktienrückkäufe



Quelle: Eigene Darstellung.

Vor diesem Hintergrund wird nochmals die bedeutende Rolle des Aufsichtsrats bei der Durchführung von Rückkaufprogrammen deutlich. Er soll die Eigentümer, aber auch die Mitarbeiter der Gesellschaft, vor Schäden schützen. Eine solche Funktion kann aber nur dann erfüllt werden, wenn die entsprechenden Risiken eines Aktienrückkaufs bekannt sind. Zentraler Ansatzpunkt dieser Studie ist aber, dass hier sowohl auf Arbeitnehmer- aber auch auf Arbeitgeberseite der Aufsichtsräte das entsprechende Wissen nicht im notwendigen Umfang gegeben ist.

6.2 Squeeze Out und Aktienrückkauf

Unter einem Squeeze Out ist die Zwangsabfindungen von Minderheitsaktionären zu verstehen. Diese Möglichkeit steht dem Hauptaktionär seit 01. Januar 2002 bei einem Anteilsbesitz von mindestens 95 % nach §§ 327a, 327b AktG offen.¹⁹² Die Minderheitsaktionäre können sich gegen die Durchführung eines Squeeze Out-Verfahrens nicht zur Wehr setzen. Lediglich die Höhe der vom Hauptaktionär zu zahlenden Barabfindung kann angefochten werden. Dennoch ist die Bereitschaft von Minderheitsaktionären gegen den Ausschluss rechtliche Schritte einzugehen als hoch anzusehen. So wurden bei börsennotierten Aktiengesellschaften in 2006 mehr als 95 % der Squeeze Out-Verfahren angefochten.¹⁹³

192 Vgl. Wöhe 2005, S. 299.

193 Vgl. Gehling/Heldt/Royé 2007, S.11.

Abbildung 28: Entwicklung von Squeeze Out-Verfahren in Deutschland¹⁹⁴

Kalenderjahr	Zahl der Übertragungsbeschlüsse nach AktG	Davon bei börsennotierten Gesellschaften	Anteil der börsennotierten Gesellschaften
2002	126	75	60 %
2003	55	46	84 %
2004	34	25	71 %
2005	35	26	74 %
2006	32	26	81 %
2007 (bis 31. Mai)	7	4	57 %
Gesamt	289	202	70 %

Squeeze Out-Verfahren stellen letztlich ebenso wie der Rückkauf eigener Aktien ein Instrument zur Steuerung der Aktionärsstruktur dar. Wenn ein Unternehmen zu 85 % im Besitz eines Großaktionärs ist, könnte dieser Druck auf den Vorstand ausüben, um über ein Aktienrückkaufprogramm mit anschließendem Einzug der Papiere auf über 95 % der Stimmrechte zu kommen. Anschließend könnte ein Squeeze Out-Verfahren durchgeführt werden, gegen das sich die restlichen Kleinaktionäre nicht zur Wehr setzen können. Ein Aktienrückkaufprogramm könnte im Extremfall damit ein Squeeze Out-Verfahren vorbereiten und würde damit mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53a AktG konkurrieren, da Großaktionäre gegenüber Streubesitzaktionären bevorzugt würden.

6.3 Aktienrückkauf und Aufsichtsratsarbeit

International überwiegt etwas das einstufige *Board-Modell*, bei dem Vorstand und Aufsichtsrat in einem gemeinsamen Gremium zusammengefasst werden. Das eigenständige Gremium „Aufsichtsrat“ nach deutscher Gesetzgebung kommt in diesem Modell nicht vor.¹⁹⁵ Die deutsche institutionalisierte Mitbestimmung hat hingegen den Einfluss von Arbeitnehmerinteressen auf Entscheidungen der Unternehmensführung gesetzlich in dem Unternehmensorgan Aufsichtsrat verankert und kann international als beispielhaft angesehen werden.¹⁹⁶ Sie ist aber auch in zahlreichen anderen EU-Staaten verbreitet, wenn auch vom Umfang und

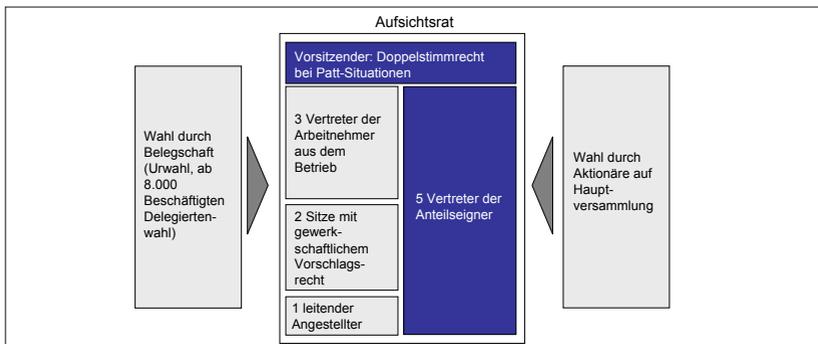
194 Vgl. Gehling/Heldt/Royé 2007, S. 31.

195 Vgl. Lutter/Krieger 2008, S.3.

196 Vgl. Macharzina 2003, S. 143.

von der Intensität (i. S. von Parität) das deutsche Modell am ausgeprägtesten ist. Erste Spuren einer solchen aufsichtsrechtlichen Beteiligung gehen bis in das Jahr 1922 (Gesetz über die Entsendung der Betriebsräte in den Aufsichtsrat) und nach dem 2. Weltkrieg in das Jahr 1947 zurück, als in einigen Montanunternehmen (zu diesem Zeitpunkt nur auf Vereinbarungsbasis) Arbeitnehmervertreter in den Aufsichtsrat gewählt wurden.¹⁹⁷ Mittlerweile lassen sich hierzu unterschiedliche Formen der Aufsichtsratsbesetzung mit Arbeitnehmervertretern unterscheiden. Stellvertretend¹⁹⁸ wird an dieser Stelle die Zusammensetzung des Aufsichtsrats nach dem *Mitbestimmungsgesetz von 1976* dargestellt, da dieses für die meisten der hier untersuchten Gesellschaften relevant sein dürfte. Beim Aufsichtsrat nach dem 1976er-Gesetz setzt sich das Gremium aus der gleichen Anzahl an Arbeitnehmer- und Arbeitgebervertretern zusammen (12-20 Aufsichtsratssitze). Der Vorsitzende des Aufsichtsrats ist im Regelfall Anteilseignervertreter und hat in Patt-Situationen ein Doppelstimmrecht. Des Weiteren gehört der Vertreter der leitenden Angestellten im Aufsichtsrat zur Arbeitnehmerseite im Gremium. Somit besteht eine strukturelle Unterparität der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat. Abbildung 29 zeigt beispielhaft die Zusammensetzung eines 1976er-Aufsichtsrats mit 12 Sitzen.

Abbildung 29: Zusammensetzung des Aufsichtsrats nach Mitbestimmungsgesetz von 1976¹⁹⁹



197 Vgl. Macharzina 2003, S. 144.

198 Daneben existieren der Aufsichtsrat nach Montanmitbestimmungsgesetz von 1951, der speziell für Kapitalgesellschaften der Branchen Bergbau sowie Eisen- und Stahlindustrie mit mehr als 1.000 Beschäftigten gilt oder der Aufsichtsrat nach dem Drittelbeteiligungsgesetz von 2004, der für Gesellschaften zwischen 500 und 2.000 Beschäftigten zu bilden ist.

199 Eigene Darstellung in Anlehnung an Hans-Böckler-Stiftung 2006.

Die Kontrolle des Vorstandes durch den Aufsichtsrat wurde traditionell vergangenheitsorientiert gesehen. Dies entsprach auch der historischen Entstehung des Pflicht-Organs „Aufsichtsrat“ vor mehr als 130 Jahren: Die Unmöglichkeit der Hauptversammlung, die Geschäftsführung des Vorstandes zu kontrollieren. In den letzten Jahrzehnten hat sich diese Sichtweise verändert und die Aufgaben des Aufsichtsrats wurden erweitert.²⁰⁰ Neben der Kontrollfunktion hat er nun die Rolle eines mitunternehmerischen, beratenden und mitentscheidenden Organs zu übernehmen. Der Aufsichtsrat im heutigen Verständnis ist mitverantwortlich für die Führung einer Gesellschaft und hat somit auch eine betont zukunftsorientierte Aufgabe. Dieses neue Verständnis soll zu einer Verknüpfung der Vorteile des *dualistischen deutschen Systems* (Kontrollinstanz) mit den Vorteilen des *monistischen Board-Systems* (Zuständigkeit für strategische und unternehmenspolitische Entscheidungen) beitragen.²⁰¹

Die Ermächtigung zum Rückkauf eigener Anteile wird dem Vorstand einer Aktiengesellschaft auf der Hauptversammlung durch die Aktionäre erteilt. Der Aufsichtsrat ist jedoch im Rahmen von Aktienrückkaufprogrammen involviert, als er nach § 124 Abs. 3 AktG zu dem Beschlussantrag an die Hauptversammlung Vorschläge zu machen hat. Auf Basis des § 111 Abs. 4 S. 2 AktG, können dem Aufsichtsrat dann von Gesellschaft zu Gesellschaft unterschiedlich weit reichende Mitbestimmungsmöglichkeiten bei Durchführung des Rückkaufprogramms erteilt werden. Innerhalb einer guten Corporate Governance, sollten daher alle Aufsichtsratsmitglieder fundierte Kenntnisse zu diesem Instrumentarium aufweisen, um den Vorstand auf Risiken hinzuweisen und ihrer Beratungs- und Kontrollfunktion gerecht zu werden. Gefahren für die Unternehmung, die Beschäftigten und die Eigentümer können sich beispielsweise durch bewusste Veränderungen der Aktienstruktur, erhöhte Verschuldung der Gesellschaft oder Unterlassen notwendiger Investitionen ergeben.

Hinsichtlich der Schutzfunktion des Aufsichtsrats vor Vermögensschäden der Gesellschafter, ist zu bedenken, dass Aktionäre sich keineswegs nur in den vermögenden Schichten finden. Vielmehr ist festzustellen, dass in Deutschland die Belegschaftsaktie das volumenstärkste Instrument der Mitarbeiterkapitalbeteiligung darstellt und Arbeitnehmer mit einem Umfang von 10.925 Mio. € mit Eigenkapital an Aktiengesellschaften beteiligt sind.

200 Vgl. Lutter/Krieger 2008, S. 23.

201 Vgl. Lutter/Krieger 2008, S. 24.

Abbildung 30: Mitarbeiterbeteiligungsstatistik 2008²⁰²

Beteiligungsform	Unternehmen		Mitarbeiter		Kapital	
	absolut	%	absolut	%	in Mio. €	%
Darlehen	551	13,36	101.700	4,21	428	2,92
stille Beteiligung	1.196	29,00	322.800	13,35	1.480	10,10
Indirekte Beteiligung	539	13,07	111.550	4,61	499	3,41
Genussrecht	451,5	10,95	146.300	6,05	1.124	7,67
Belegschaftsaktie	713	17,29	1.707.600	70,61	10.925	74,59
Genossenschaft	374	9,07	18.700	0,77	42	0,29
GmbH-Beteiligung	300	7,27	9.600	0,40	150	1,02
Gesamt	4.125	100,00	2.418.250	100,00	14.648	100,00

So haben vor allem Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat zwei Aufgabenstellungen zu verfolgen: Zunächst sollen sie Schäden von der Gesellschaft fernhalten, um so die Arbeitsplätze aller im Unternehmen Beschäftigten zu sichern, ob diese durch eine Beteiligung den Aktionärsstatus haben oder nicht. Darüber hinaus sollen sie aber speziell ihre beteiligten Kolleginnen und Kollegen, die Aktionäre der Gesellschaft sind, auch vor Vermögensschäden bewahren.

6.4 Aktienrückkäufe und Corporate Governance

Die Thematik des Aktienrückkaufs sowie der Rolle des Aufsichtsrats in diesem Zusammenhang ist ein klassisches Feld der Corporate Governance. Unter *Corporate Governance* ist die Organisation der Leitung und Kontrolle in einem Unternehmen zu verstehen. Zielsetzung ist hierbei die Schaffung eines Ausgleichs des *Interessenpluralismus* der unterschiedlichsten Anspruchsgruppen einer Unternehmung (Eigenkapitalgeber, Manager, Mitarbeiter etc.). Da jedoch sämtliche Verträge zwischen diesen Stakeholdern unvollständig sind, werden zusätzliche Institutionen zur Konfliktlösung eingerichtet, wie z.B. der Aufsichtsrat.²⁰³

Der konkrete Auftrag zur Ausarbeitung eines *Deutschen Corporate Governance Kodex* (DCGK), wurde vom Bundesjustizministerium an eine Kommission unter Leitung des Aufsichtsratsvorsitzenden von ThyssenKrupp, Gerhard

202 Vgl. AGP/GIZ 2008.

203 Vgl. Witt 2001, S. 85.

Cromme, erteilt. Nach mehreren Monaten interner Diskussionen erfolgte Ende Februar 2002, die Verabschiedung des DCGK und im August desselben Jahres die Veröffentlichung im amtlichen Teil des Bundesanzeigers.²⁰⁴ Der Kodex wird jährlich überprüft und bei Bedarf an die Entwicklungen in der Unternehmensführung angepasst. Die aktuelle Version kann unter der Internetseite www.corporate-governance-code.de abgerufen werden.²⁰⁵

Allerdings enthält der Kodex keine gesetzlichen Verpflichtungen für börsennotierte Unternehmen, sondern es muss nur offen gelegt werden, ob bestimmte Regeln daraus befolgt wurden oder nicht. Es können bei Nichtbefolgen der Empfehlungen des DCGK auch keinerlei Sanktionen gegenüber einem Unternehmen ausgesprochen werden. Stärkstes Mittel dieser freiwilligen Kontrolle durch den Kapitalmarkt stellt die so genannte *Comply or Explain-Regelung* dar. Danach haben Vorstand und Aufsichtsrat jährlich zu erklären, ob sie die Regelungen des Corporate Governance-Kodex eingehalten haben oder warum sie davon abgewichen sind. Gesetzlich geregelt ist die Comply or Explain-Regel durch den § 161 AktG, der durch das Transparenz und Publizitätsgesetz (TransPuG) 2002 neu in das Aktiengesetz aufgenommenen wurde.²⁰⁶

„Vorstand und Aufsichtsrat der börsennotierten Gesellschaften erklären jährlich, dass den vom Bundesministerium der Justiz im amtlichen Teil des elektronischen Bundesanzeigers bekannt gemachten Empfehlungen der „Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex“ entsprochen wurde und wird oder welche Empfehlungen nicht angewendet werden. Die Erklärung ist den Aktionären dauerhaft zugänglich zu machen.“

Die bereits erfolgten Ausführungen zu den Risiken des Aktienrückkaufs machen deutlich, dass sich hier ein Gestaltungsparameter zur Corporate Governance-Struktur in der Unternehmung ergeben könnte. Der Vorstand einer Aktiengesellschaft hat die Möglichkeit, die Zusammensetzung des Aufsichtsratsgremiums durch Buy Backs mit zu gestalten. Analog zu den Ausführungen in Kapitel 4.3.2 gilt, dass sich die Stimmrechtsverhältnisse durch Rückkäufe verändern. Bei Unternehmen mit mehreren Großaktionären, erlangen diese durch Aktienrückkäufe prozentual mehr Stimmrechte. Hierdurch können sich Mehrheiten im Aufsichtsratsgremium verschieben. Bei Überschreiten bestimmter Schwellenwerte versetzt dies Großaktionäre in die Lage, zusätzliche Aufsichtsratsmandate einzufordern.

204 Vgl. Macharzina 2003, S. 142.

205 Vgl. Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex 2006.

206 Vgl. Lutter/Krieger 2008, S. 22.

Eine solche Verhaltensweise ist in Deutschland durchaus übliche Praxis, wie die Beispiele Jenoptik AG und MAN AG zeigen.

Nachdem der Freistaat Thüringen in 2007 seine Anteile an der Jenoptik (14,8 %) an die österreichische Beteiligungsgesellschaft ECE veräußert hatte²⁰⁷, kaufte der neue Investor über die Börse weitere Anteile und ist heute mit 25,02 % der größte Anteilseigner. Im Anschluss an diese Transaktionen forderte ECE als neuer Großaktionär auf der folgenden Hauptversammlung drei Sitze im Aufsichtsratsgremium ein.²⁰⁸

Auch bei der MAN AG lässt sich eine solche Verhaltensweise beobachten. Nach dem Scheitern der Übernahme des schwedischen Nutzfahrzeugherstellers Scania durch MAN im Januar 2007 griff VW in das Fusionsvorhaben aktiv ein. Als Großaktionär in beiden Unternehmen sollten die Verhandlungen im Folgenden direkt von VW gesteuert werden. Hierzu hatte VW seinen bestehenden Anteil auf 30 % an der MAN AG aufgestockt. Im Anschluss daran wurden von Seiten VW's drei Aufsichtsratsmandate bei MAN eingefordert, inklusive der Besetzung des Aufsichtsratsvorsitzes durch Ferdinand Piëch.²⁰⁹

In obigen Beispielen fanden im Vorfeld keine Rückkaufprogramme statt. Allerdings kann gezeigt werden, dass bei prozentualem Zuwachs der Stimmrechte, Großaktionäre üblicherweise zusätzliche Aufsichtsratsmandate einfordern. Diesen Stimmrechtszuwachs könnte der Vorstand einer Gesellschaft durch den gezielten Erwerb eigener Anteile mit anschließendem Einzug der Papiere beeinflussen. Der Umstand zur Möglichkeit einer Beeinflussung der Aufsichtsratsstruktur durch Aktienrückkäufe wird im Rahmen dieser Studie als Gestaltungshypothese bezeichnet. Allerdings ist eine solche Gestaltung nicht bei Unternehmen mit hohem Free Float zu erwarten, da die Anleger des Streubesitzes keine geschlossene Interessengemeinschaft bilden,²¹⁰ die einen eigenen Sitz im Aufsichtsrat durch koordiniertes Handeln einfordert.

207 Vgl. Pressemitteilung der Jenoptik AG vom 27. November 2007.

208 Vgl. Pressemitteilung der Jenoptik AG vom 27. März 2008.

209 Vgl. Fromm/Clausen/Spiller 2007, S. 7; Fromm 2007, S. 6.

210 Vgl. Schmidt/Spindler 2008, S. 111.

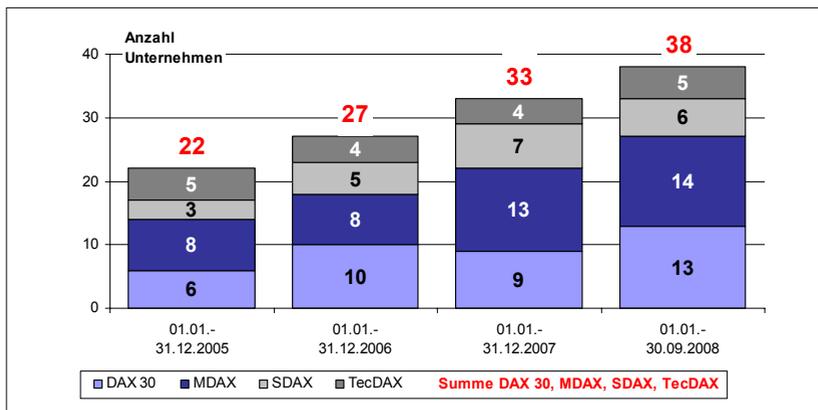
7 Aktienrückkäufe in Deutschland

7.1 Entwicklung des Rückkaufvolumens in Deutschland

Bevor das tatsächliche Rückkaufvolumen aus DAX 30, MDAX, SDAX und TecDAX näher untersucht wird, erfolgt zunächst eine allgemeine Betrachtung des Rückkaufverhaltens von in Deutschland börsennotierten Gesellschaften. Diese Begrifflichkeit darf nicht mit deutschen börsennotierten Gesellschaften verwechselt werden. Vielmehr sind in den obigen Indizes auch Gesellschaften aus den Niederlanden, USA sowie der Schweiz enthalten, die eigene Anteile erworben haben.

Während der Betrachtungsperiode zeigt sich ein Anstieg rückkaufender Unternehmen von 22 % auf 38 % (+72 %; vgl. Abbildung 31). Insbesondere erfolgte die Zunahme in den Indizes DAX 30, MDAX sowie SDAX. Dieser Trend kann bei Gesellschaften aus dem Index TecDAX hingegen nicht beobachtet werden.

Abbildung 31: Entwicklung der Anzahl rückkaufender Unternehmen



Quelle: Eigene Darstellung.

Unter der Anzahl rückkaufender Unternehmen befinden sich vier ausländische Gesellschaften. Bei diesen ergeben sich weitere Probleme bei der Berichterstattung. Erstens müssen die Währungsangaben bei Aktiengesellschaften außerhalb des Euroraums umgerechnet werden. Zum zweiten werden unterschiedliche Dokumente nicht in deutscher Sprache publiziert, sondern lediglich in Englisch.

Drittens unterliegen diese Gesellschaften neben den IFRS den Publizitätspflichten ihrer jeweiligen Heimatländer. Dies bedeutet Unterschiede in der Berichterstattung bei Aktienrückkäufen. Insgesamt werden die genannten Probleme im Rahmen der Studie für handhabbar angesehen, da sich die Rückkaufvolumina betragslich nur gering auf das Gesamtvolumen auswirken.

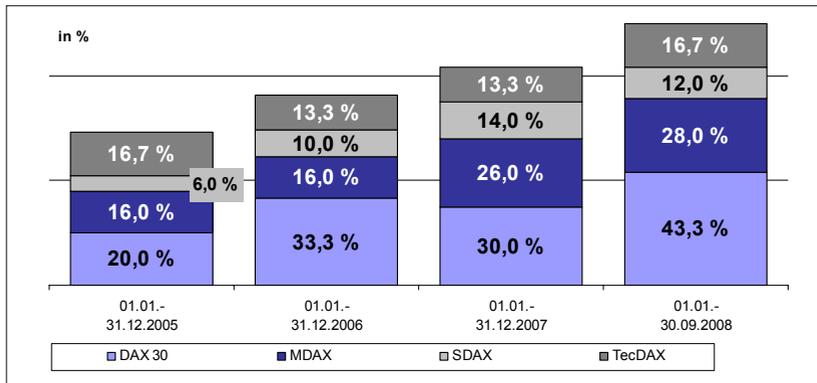
Abbildung 32: Ausländische Gesellschaften mit Börsennotierung in Deutschland und Aktienrückkäufen

Unternehmensname	Index	Herkunftsland	Währungsangaben	Umrechnungskurs
EADS	MDAX	Niederlande	€	--
Highlight Communications	SDAX	Schweiz	CHF	1 € = 1,60 CHF
BB Biotech	TecDAX	Schweiz	CHF	1 € = 1,60 CHF
Rofin Sinar	TecDAX	USA	US-\$	1 € = 1,40 US-\$

Quelle: Eigene Darstellung.

Doch auch bei Betrachtung des Verhältnisses der rückkaufenden Unternehmen zur Gesamtzahl an Unternehmen im jeweiligen Index, bestätigt sich der positive Trend zur Nutzung von Aktienrückkäufen. Auffällig ist an dieser Stelle der deutliche Anstieg der Rückkäufe bei den DAX 30-Unternehmen von 23,3 %-Punkten über den gesamten Betrachtungszeitraum. Vor allem der Wert des Jahres 2008 fällt dem Betrachter ins Auge. Über 40 % der im DAX 30 notierten Gesellschaften hat im Jahr 2008 bis Oktober Rückkäufe getätigt. Es ist zu vermuten, dass hierdurch die DAX 30-Unternehmen auch das Rückkaufgeschehen in Deutschland deutlich beeinflussen.

Abbildung 33: Entwicklung des prozentualen Anteils der rückkaufenden Unternehmen an Gesamtzahl der Indexunternehmen



Quelle: Eigene Darstellung.

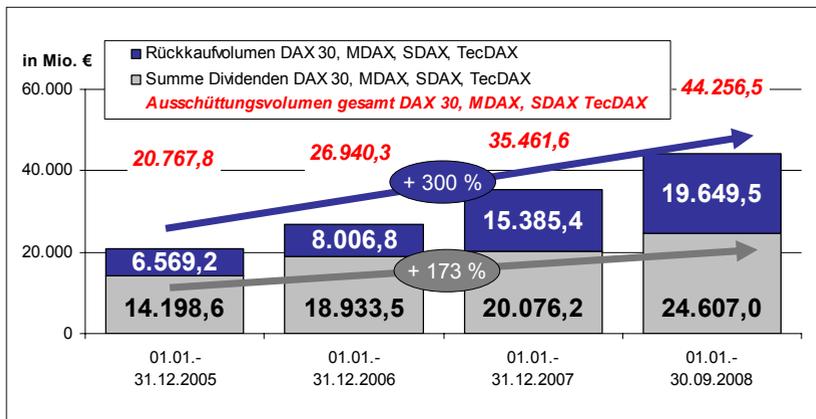
Diese Entwicklung zeigt, dass in den letzten vier Jahren mehr und mehr Unternehmen begonnen haben, das Instrument Aktienrückkauf nicht nur anzukündigen, sondern auch tatsächlich zu nutzen. Doch wie hat sich in diesem Zeitraum das Volumen der Rückkäufe entwickelt?

Ulf Sommer, Redakteur beim Handelsblatt, prognostizierte bereits Mitte 2008, dass in Deutschland börsennotierte Gesellschaften 2008 so viele Aktien wie nie zuvor zurückkaufen.²¹¹ Diese Prognose kann im Rahmen der vorliegenden Analyse bestätigt werden. Um verzerrende Effekte von nicht rückkaufenden Unternehmen zu eliminieren, wurde das Ausschüttungsverhalten der Unternehmen aus den untersuchten Indizes analysiert, die innerhalb der Betrachtungsperiode Rückkäufe durchgeführt haben.

Abbildung 34 zeigt, dass durch eine Verdoppelung des Rückkaufvolumens in Deutschland, der US-amerikanische Trend hierzulande für die zunehmende Nutzung von Aktienrückkäufen zunächst bestätigt werden kann. Während Rückkäufe im Zeitraum 01. Januar 2005 bis 30. September 2008 um 13,1 Mrd. € stiegen, legten Dividendenausschüttungen bei rückkaufenden Unternehmen nur um 10,4 Mrd. € zu. Dennoch bleiben die Ausschüttungen an Gesellschafter über Buy Backs deutlich unter dem Volumen der ausgeschütteten Dividenden.

211 Sommer (b) 2008, S. 12.

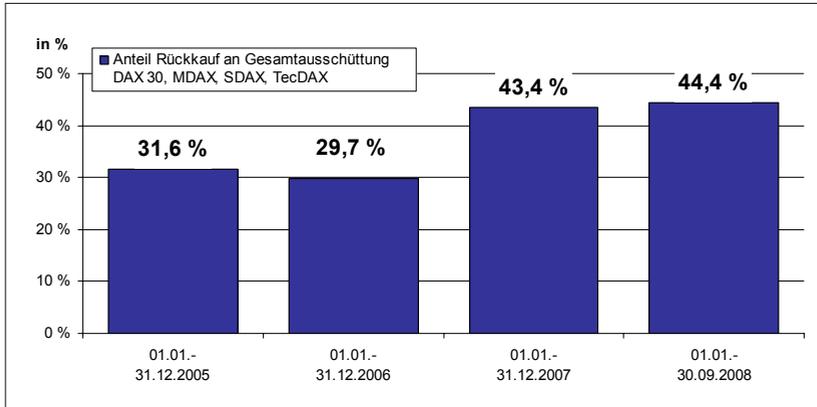
Abbildung 34: Ausschüttungsverhalten aller Unternehmen mit Aktienrückkauf



Der größte Sprung des Rückkaufvolumens erfolgte von 2006 auf 2007, um 92 % bzw. 7.378 Mio. €. Dieser Anstieg wird maßgeblich durch die Rückkaufaktivität von Daimler (+ 3.479 Mio. €) als insgesamt größtem Rückkäufer über den betrachteten Zeitraum beeinflusst. E.ON (+ 3.503 Mio. €) als drittgrößter Rückkäufer sowie die Münchener Rück (+ 2.053 Mio. €), die immerhin das sechstgrößte Volumen im Betrachtungszeitraum an eigenen Anteilen erworben hat, beeinflussten ebenfalls diesen Anstieg. Gleichzeitig sind von 2006 auf 2007 bei anderen Unternehmen die Rückkaufaktivitäten reduziert oder gänzlich eingestellt worden. Dies kompensiert den Effekt obiger Gesellschaften noch etwas. Auch der Anstieg des Rückkaufvolumens zwischen 2007 und 2008 (lediglich neun Monate) ist bereits bemerkenswert. Das Rückkaufvolumen per 30. September 2008 übersteigt trotz ausstehendem dritten Quartal das Rückkaufvolumen des Gesamtjahres 2007 bereits um 27,7 %. Aufgrund der anhaltenden Finanzmarktkrise und ihrer Ausstrahlungswirkung auf die Realwirtschaft, haben mehrere Unternehmen laufende Rückkaufprogramme vorläufig gestoppt. Daher dürfte das per 30. September 2008 zurückgekaufte Volumen im Wesentlichen dem Wert des Gesamtjahres 2008 entsprechen.

Um die tendenziell wachsende Bedeutung des Rückkaufs im Rahmen der Ausschüttungspolitik besser erkennen zu können, erfolgt in Abbildung 35 die Darstellung der Quote Rückkaufvolumen im Verhältnis zur Gesamtausschüttung.

Abbildung 35: Entwicklung der Quote Rückkauf zu Gesamtausschüttung



Quelle: Eigene Darstellung.

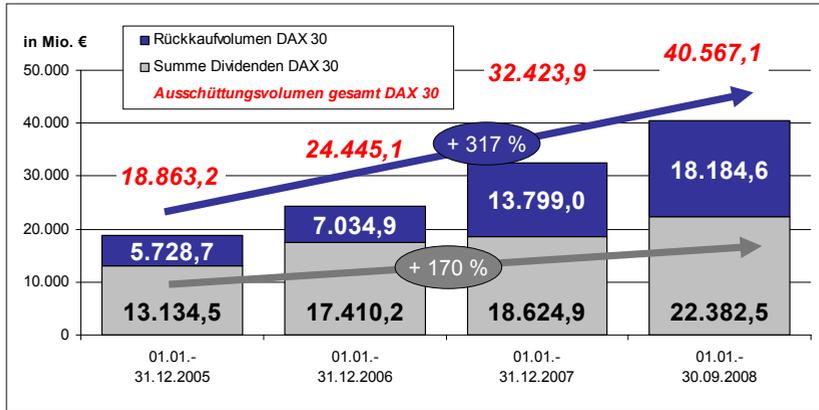
Es zeigt sich, dass mittlerweile Aktienrückkäufe ca. 45 % des gesamten Ausschüttungsvolumens darstellen. Dies bestätigt im ersten Moment die vorhandene Tendenz zu einer verstärkten Nutzung von Rückkäufen als Ausschüttungsinstrument. Es könnte hiernach gefolgert werden, dass auch in Deutschland der US-amerikanischen Entwicklung gefolgt wird, wonach die Unternehmensausschüttungen überwiegend durch Buy Backs erfolgen. Die These der Europäischen Zentralbank, dass Aktienrückkäufe zu einem immer beliebteren Instrument der Ausschüttungspolitik an Stelle von Dividenden geworden sind, kann damit zunächst bestätigt werden.²¹² Bei einer näheren Betrachtung erscheint es jedoch fraglich, ob hier tatsächlich dem US-amerikanischen Trend in der Ausschüttungspolitik gefolgt wird. Rückkäufe sind in Deutschland erst seit zehn Jahren möglich, während für den US-amerikanischen Markt wesentlich längere und damit aussagekräftigere Zeitreihen vorliegen. Weiterhin ist der deutliche Anstieg des Anteils der Rückkäufe an der Gesamtausschüttung von 2006 auf 2007 im Wesentlichen auf die Aktivitäten von einigen wenigen Unternehmen zurückzuführen und stellt somit keine breite Entwicklung dar. Da Aktienrückkäufe jedoch einen erheblichen Zuwachs zu verzeichnen haben, entsteht vielmehr der Eindruck, dass die Vorstände von Aktiengesellschaften zur Ausschüttungspolitik weiterhin auf die Dividende setzen und Aktienrückkäufe verstärkt zur Beeinflussung der Unternehmenspolitik nutzen. Diese These wird nochmals untermauert, wenn die Rückkaufmotive

212 Vgl. Europäische Zentralbank 2007, S. 113.

betrachtet werden.²¹³ Es dominieren Begründungen wie „Schaffung von Akquisitionswährung“ sowie „Veränderung der Kapitalstruktur“. Die Dividende ist und bleibt somit in absehbarer Zeit für in Deutschland börsennotierte Unternehmen der wesentlichste Weg, um Liquidität an die Aktionäre auszuschütten.

Um einen Überblick zu erhalten, ob zwischen den einzelnen Indizes signifikante Unterschiede in der Ausschüttungspolitik festzustellen sind, erfolgt eine Aufteilung von Rückkäufen und Dividendenzahlungen auf die einzelnen Indizes.

Abbildung 36: Ausschüttungsverhalten DAX 30

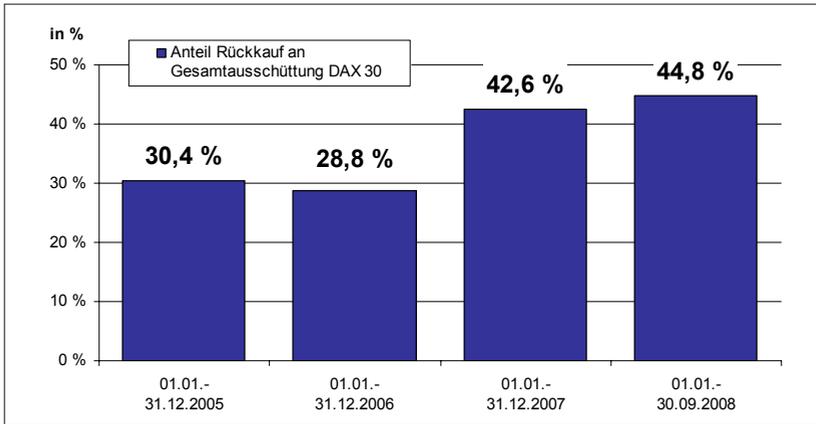


Quelle: Eigene Darstellung

Beim Vergleich der Abbildung 36 mit Abbildung 34 wird die Dominanz der DAX 30-Unternehmen am Rückkaufgeschehen in Deutschland deutlich. Sie stellen über den gesamten Zeitraum hinweg in jeder Periode sowohl das größte Dividenden- als auch Rückkaufvolumen. Damit verzerren die 30 Unternehmensschwergewichte auch den Gesamtüberblick zum Ausschüttungsverhalten in ihre Richtung.

213 Vgl. Kapitel 4.1.

Abbildung 37: Entwicklung der Quote Rückkauf zu Gesamtausschüttung DAX 30

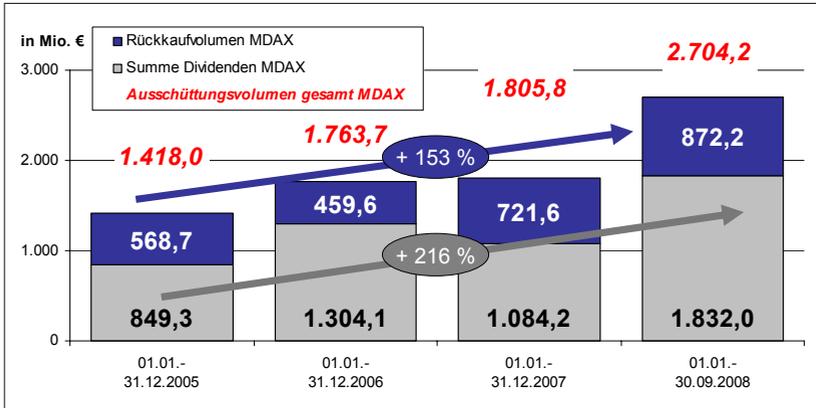


Quelle: Eigene Darstellung.

Diese Bild verstärkt sich weiter, wenn das Verhältnis Rückkauf zu Gesamtvolumen für diesen Index betrachtet wird. Die Entwicklung für das gesamte betrachtete Marktsegment (44,4 % in 2008, wie in Abbildung 35 dargestellt) ist nahezu identisch zu derjenigen der Rückkäufer aus dem deutschen Leitindex (44,8 % in 2008, wie in Abbildung 37 dargestellt).

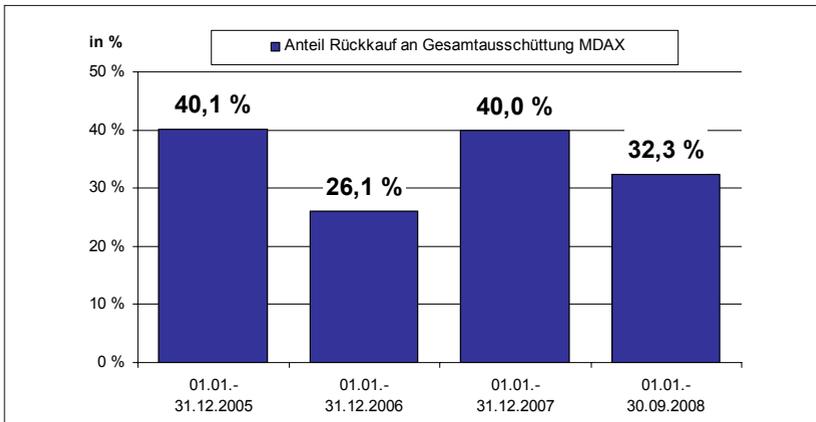
Bereits die Unternehmen der „zweiten Reihe“ zeigen jedoch eine andere Relation. Das Verhältnis zwischen Rückkaufvolumen und Dividendenausschüttung zeigt, dass Rückkäufe im MDAX nur eine untergeordnete Rolle spielen, denn die Entwicklung der Quote Rückkäufe zu Gesamtausschüttung (32,3 %, wie in Abbildung 39 dargestellt) verläuft größtenteils unter derjenigen des Gesamtbildes (44,8 %, wie in Abbildung 37 dargestellt).

Abbildung 38: Ausschüttungsverhalten MDAX



Quelle: Eigene Darstellung.

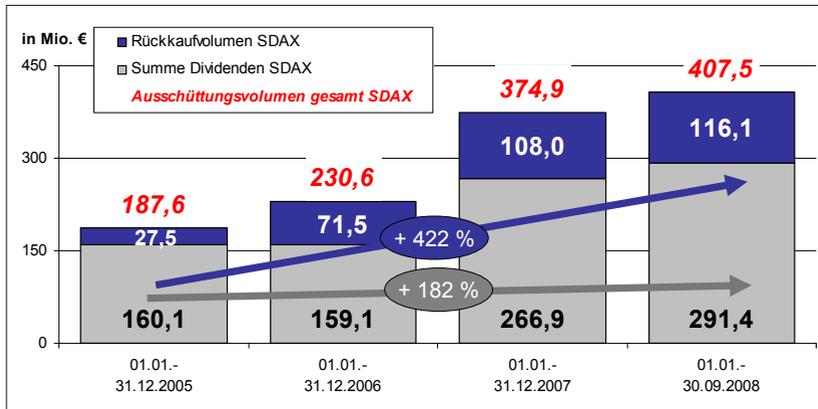
Abbildung 39: Entwicklung der Quote Rückkauf zu Gesamtausschüttung MDAX



Quelle: Eigene Darstellung.

Ähnlich wie der MDAX präsentiert sich der SDAX. Auch hier spielen Rückkaufprogramme im Vergleich zur Dividendenausschüttung lediglich eine untergeordnete Rolle.

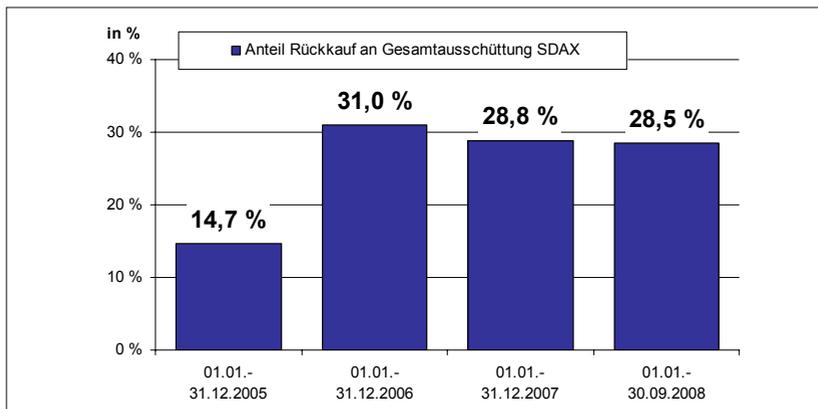
Abbildung 40: Ausschüttungsverhalten SDAX



Quelle: Eigene Darstellung.

Dennoch trägt dieses Bild im ersten Moment. Trotz des geringen absoluten Volumens an Rückkäufen (116,1 Mio. € in 2008) zeigt die Quote Rückkauf zu Gesamtausschüttung bei SDAX-Unternehmen für die letzten drei Betrachtungsperioden ein deutlich angestiegenes Niveau als im Vergleich zum Jahr 2005. Aus dieser Entwicklung heraus kann vermutet werden, dass die Finanzvorstände der SDAX-Unternehmen das Instrument „Aktienrückkauf“ entdeckt haben und zukünftig stärker auf Aktienrückkäufe zurückgreifen werden.

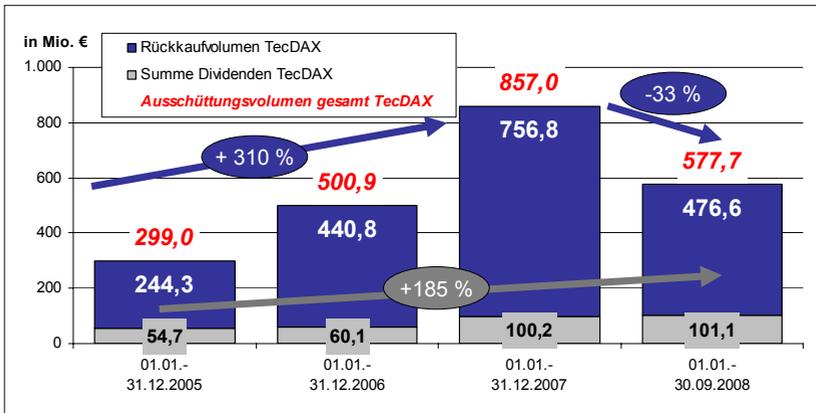
Abbildung 41: Entwicklung der Quote Rückkauf/Gesamtausschüttung SDAX



Quelle: Eigene Darstellung.

Anders hingegen sieht das Bild bei den Unternehmen des TecDAX aus. Aktienrückkaufprogramme sind bei den Gesellschaften dieses Index ähnlich beliebt wie in der US-amerikanischen Unternehmenslandschaft. So spielen über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg Dividendenausschüttungen im Vergleich zum Rückkaufvolumen bei den TecDAX-Unternehmen kaum eine Rolle. Deutlich dominieren die Rückkäufe das Ausschüttungsverhalten. Damit führen die Gesellschaften des TecDAX die Tradition des früheren Neuen Markt-Index NEMAX50²¹⁴ fort, dessen Gesellschaften ebenfalls Rückkäufe gegenüber Dividenden bevorzugten.

Abbildung 42: Ausschüttungsverhalten TecDAX

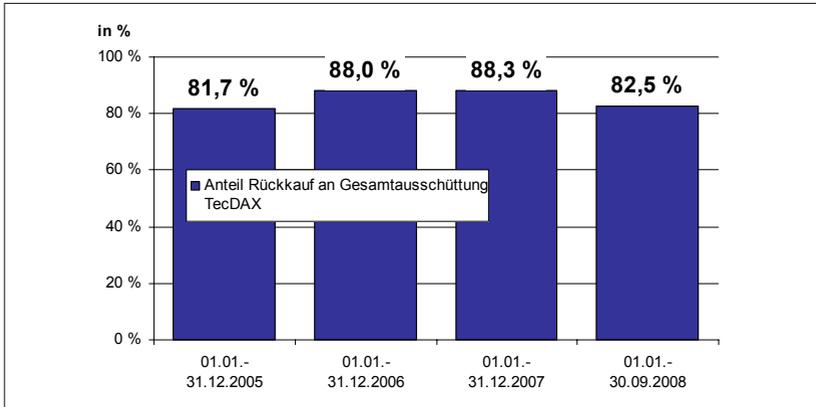


Quelle: Eigene Darstellung.

Dieser Umstand lässt sich auch deutlich an der Quote Rückkauf zu Gesamtausschüttung ablesen, die über den Betrachtungszeitraum stets über 80% liegt und damit die Quote der Gesamtbetrachtung (44,4 %, wie in Abbildung 35 dargestellt) weit übersteigt.

214 Das Kürzel NEMAX steht für „Neuer Markt Index“. In diesem Index wurden die 50 größten Unternehmen des Handelssgments „Neuer Markt“ abgebildet. Nach dem Platzen der Spekulationsblase der so genannten „New Economy“ wurde das Handelssgment „Neuer Markt“ Mitte 2003 geschlossen und der zugehörige Index wurde seit Ende 2004 nicht mehr berechnet. Der TecDAX kann daher als Nachfolgeindex des NEMAX50 angesehen werden (Vgl. Perridon/Steiner 2007, S. 150).

Abbildung 43: Entwicklung der Quote Rückkauf/Gesamtausschüttung TecDAX

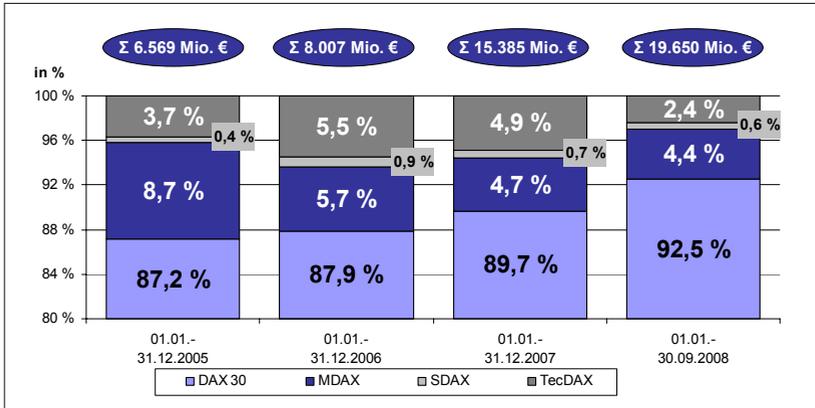


Quelle: Eigene Darstellung

Aufgrund des geringen Volumens von 578 Mio. € in 2008, das die technologieorientierten Unternehmen dieses Index repräsentieren, fallen sie allerdings in der Gesamtdarstellung des Ausschüttungsverhaltens (44.257 Mio. € in 2008, wie in Abbildung 34 dargestellt) kaum ins Gewicht. Für das insgesamt zurückgekaufte Volumen in Deutschland börsennotierter Gesellschaften kann festgestellt werden, dass die DAX 30-Unternehmen das Geschehen klar dominieren und das Gesamtbild in ihre Richtung verzerren. Auch kann festgestellt werden, dass bei den Unternehmen aus MDAX und SDAX das Thema „Aktienrückkauf“ als Gestaltungsparameter von Unternehmensfinanzierung und –politik noch nicht von den Vorständen fokussiert wurde.

Die Dominanz der Börsenschergewichte beim Rückkaufgeschehen zeigt sich nochmals deutlich, wenn das gesamte zurückgekaufte Volumen auf die vier Indizes aufgeteilt wird.

Abbildung 44: Prozentuale Aufteilung des Rückkaufvolumens auf Indizes

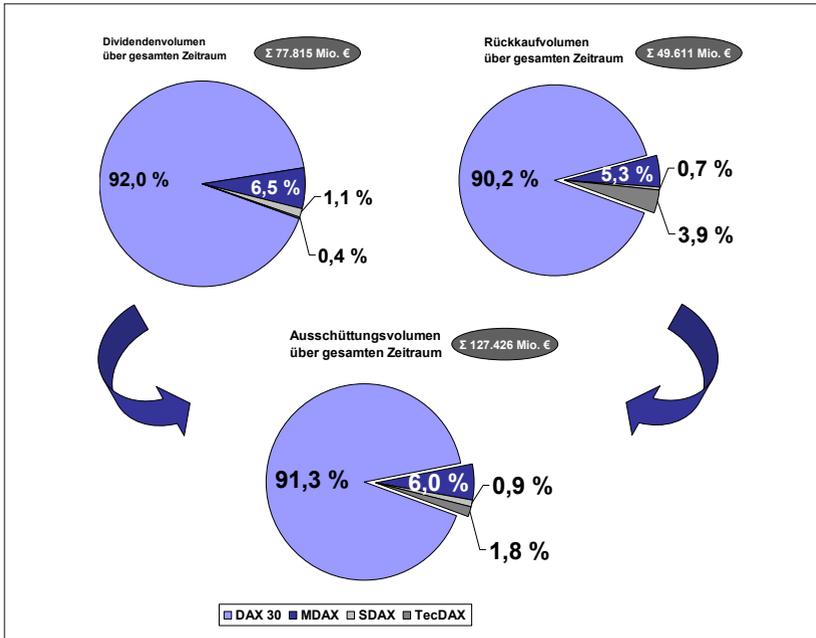


Quelle: Eigene Darstellung.

In allen vier Betrachtungsperioden stellen die Rückkäufer des Index DAX 30 mit zuletzt über 90 %, das mit Abstand größte Buy Back-Volumen. Interessant ist in diesem Zusammenhang auch das sehr kleine Volumen, das von SDAX-Unternehmen im Laufe der Zeit erworben wurde. Dieser Umstand bestätigt nochmals die bereits aufgestellte These, dass die Vorstände der mittelständischen börsennotierten Gesellschaften, den Aktienrückkauf noch nicht als Gestaltungsparameter erkannt haben, jedoch tendenziell im Rahmen ihrer finanziellen Möglichkeiten verstärkt zu Buy Backs greifen und somit in Zukunft im SDAX eine verstärkte Aktivität hinsichtlich Aktienrückkäufen zu erwarten sein dürfte. Allerdings werden die absoluten Rückkaufvolumina der SDAX-Unternehmen am Gesamtgeschehen auch weiterhin keinen wesentlichen Anteil haben. Hierzu sind die finanziellen Spielräume dieses mittelständisch geprägten Index im Vergleich zu DAX 30 und MDAX zu gering.

Bevor einzelne Gesellschaften hinsichtlich ihres Rückkaufvolumens untersucht werden, erfolgt an dieser Stelle ein Gesamtüberblick über das, während der Betrachtungsperiode, zurückgekaufte Volumen und die Aufteilung auf die einzelnen Indizes.

Abbildung 45: Prozentuale Aufteilung des Gesamtausschüttungsvolumens auf Indizes

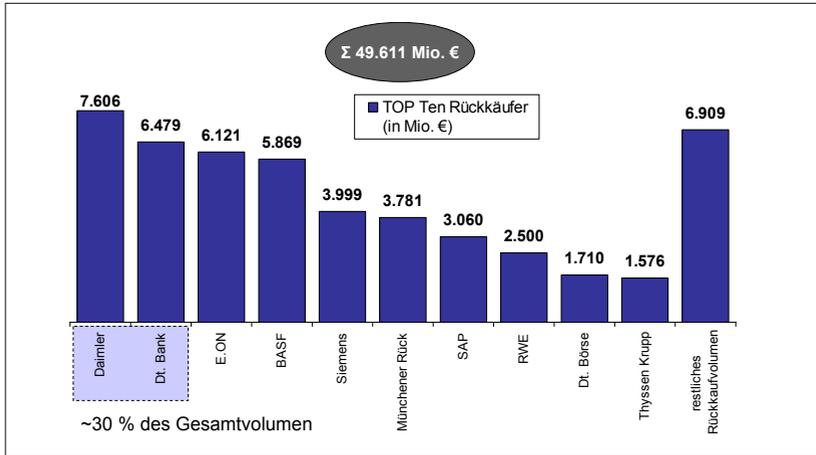


Quelle: Eigene Darstellung

Wie in den bisherigen Ausführungen bestätigt sich hierbei nochmals das gewonnene Bild. Die Unternehmen des DAX 30 dominieren das Ausschüttungsverhalten sowohl von Dividendenseite als auch über Rückkäufe. Hinsichtlich des Rückkaufverhaltens kommt hinzu, dass im DAX 30 auch prozentual die meisten Unternehmen (fast 50 %) Buy Backs durchführen. Diese herausragende Stellung könnte als Indiz für eine durch internationale Standards beeinflusste Finanzierungspolitik angesehen werden.

Nachfolgend werden die zehn Unternehmen mit dem größten Buy Back-Volumen gesondert dargestellt.

Abbildung 46: Top Ten Rückkaufvolumen



Quelle: Eigene Darstellung.

Die zehn größten Rückkäufer vereinigen dabei über 86 % des gesamten zurückgekauften Volumens auf sich. Spitzenreiter bei den Einzelunternehmen stellt die Daimler AG dar, die alleine über 15 % des gesamten in Deutschland per 30.09.2008 zurückgekauften Volumens aufbringt.²¹⁵ Dies ist umso beeindruckender, als die Gesellschaft erst seit der Trennung von Chrysler eigene Anteile zurückkauft. Insgesamt finden sich in dieser Liste keine Unternehmen außerhalb des DAX 30, was aufgrund der bereits dargestellten Ergebnisse nicht weiter verwundert.

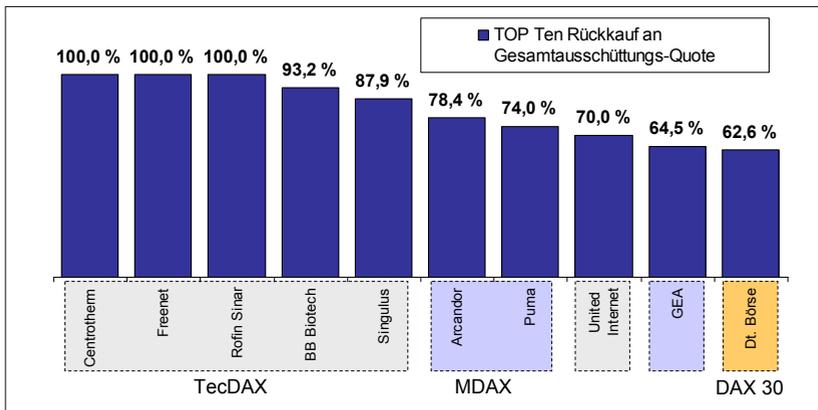
An elfter Stelle bei den rückkaufenden Unternehmen findet sich hingegen kein DAX 30-, MDAX- oder SDAX-Unternehmen, sondern eine Gesellschaft des TecDAX! Die schweizerische BB Biotech AG stellt im TecDAX mit ca. 1,3 Mrd. € das mit Abstand größte Rückkaufvolumen. Dabei ist ihr Rückkaufverhalten bemerkenswert, da sie in regelmäßigen Abständen eigene Anteile kauft und wieder verkauft, um Informationsasymmetrien auszugleichen und somit dem Kapitalmarkt Signale hinsichtlich einer Unterbewertung der Gesellschaft zu senden. Hierzu sei noch angemerkt, dass die Geschäftstätigkeit von BB Biotech in der Beteiligung an Unternehmen der Biotechnologie besteht und die Gesellschaft somit zu den Ausnahmeregelungen des § 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG (Finanzunternehmen) gehört, die den Handel in eigenen Anteilen betreiben dürfen. Einem Industrieunternehmen ist hingegen der Handel mit eigenen Aktien verboten. Auf

²¹⁵ Vgl. zum Rückkaufverhalten der Daimler AG auch Kap. 4.2.3.

ihrer Internetseite stellt sich das Unternehmen selbst die Frage „Warum handelt die Gesellschaft mit ihren eigenen Aktien?“²¹⁶ und beantwortet sie wie folgt: Durch umfangreiche Investor Relations-Maßnahmen ist die Gesellschaft bestrebt, den Unterschiedsbetrag zwischen Aktienkurs und innerem Wert der Anteile so klein als möglich zu halten. Dieses Ziel erreicht BB Biotech unter anderem, indem sie als Käufer und Verkäufer ihrer eigenen Aktien am Markt auftritt. Hintergrund dieser Idee ist es, die Aktien bei Unterbewertung zu kaufen und zu einem späteren Zeitpunkt bei gestiegenem Kurs wieder zu verkaufen. Dabei unterliegt die Gesellschaft auch der Beschränkung, maximal 10 % des Grundkapitals an eigenen Anteilen zu halten.²¹⁶

Die reine Betrachtung des zurückgekauften Geldvolumens lässt jedoch keine Aussagen zum Einsatz von Buy Backs im Rahmen der Ausschüttungspolitik zu, da naturgemäß große Unternehmen höhere Ausschüttungsmöglichkeiten haben als Mittelständische. Aus diesem Grund erfolgt eine Darstellung der zehn größten Gesellschaften gemessen an der Quote Rückkauf zu Gesamtausschüttung.

Abbildung 47: Top Ten Quote Rückkauf zu Gesamtausschüttung



Quelle: Eigene Darstellung.

Die Dominanz der DAX 30-Unternehmen am Rückkaufgeschehen entspricht nicht derjenigen wie beim Rückkaufvolumen. Vielmehr dominiert bei Betrachtung der Quote der TecDAX mit sechs Unternehmen. Bemerkenswert ist hierbei, dass die ersten drei Gesellschaften während des Betrachtungszeitraums keine Dividenden

216 Vgl. <http://www.bbbiotech.ch/de/bb-biotech/media-relations/faq/>.

ausgeschüttet haben, dafür aber Rückkäufe durchführten. Ebenfalls stark vertreten ist der MDAX mit drei Gesellschaften. Einziges DAX 30-Unternehmen ist die Deutsche Börse AG, die den zehnten Rang in dieser Liste belegt. Aus dem SDAX findet sich kein Unternehmen. Zukünftig könnte sich dies allerdings ändern, wenn die SDAX-Gesellschaften - dem Trend folgend - verstärkt das Instrument „Aktienrückkauf“ nutzen sollten. Der Umstand, dass nur die Deutsche Börse AG aus dem DAX 30 in den Top Ten ist, lässt sich damit erklären, dass weiterhin in Deutschland die Dividende das wichtigste Ausschüttungsinstrument bleibt. Gemessen am gesamten Ausschüttungsvolumen stellen Dividenden somit auch künftig, trotz Anstieg des Rückkaufvolumens, immer noch den größten Teil dar.

Insgesamt ist in der vorliegenden Untersuchung festzustellen, dass die Ermächtigung zum Rückkauf eigener Anteile mittlerweile eine übliche Praxis in der Unternehmenslandschaft darstellt. Der Großteil, der in der vorliegenden Analyse untersuchten Unternehmen hatten im Betrachtungszeitraum einen Beschluss zum Erwerb eigener Anteile, ohne diesen bislang umzusetzen. Daher ist ein Großteil der Ermächtigungen lediglich als Option des Vorstands zu begreifen (*Vorratsbeschluss*) und lediglich ein geringer Teil auch wirklich als Rückkaufprogramm zur Durchführung gelangt. Das Rückkaufvolumen wird absolut deutlich von den Unternehmen des DAX30 dominiert. Nicht zu vernachlässigen sind jedoch die steigenden Tendenzen beim Rückkaufverhalten der SDAX-Unternehmen. Hier könnte sich zukünftig ein weiterer Aufwärtstrend zeigen, wenn die Finanzvorstände den Aktienrückkauf verstärkt als Gestaltungsparameter der Finanz- und Unternehmenspolitik begreifen. Diesen Schritt haben die Finanzvorstände der DAX 30- und TecDAX-Gesellschaften bereits vollzogen.

7.2 Ausgewählte Beispielfälle

Um den zeitlichen Ablauf von durchgeführten Aktienrückkaufprogrammen plastischer werden zu lassen und auf Besonderheiten hinweisen zu können, werden im Folgenden drei ausgewählte Gesellschaften mit ihren Rückkaufprogrammen dargestellt. Zuerst erfolgt die Vorstellung des jeweiligen Unternehmens mit seinem Rückkaufprogramm und anschließender grafischer Aufbereitung des Rückkaufs in chronologischer Reihenfolge.

Fallbeispiel 1: ThyssenKrupp AG

ThyssenKrupp ist als börsennotierte Gesellschaft fester Bestandteil des DAX 30. Das Geschäftsjahr des Unternehmens weicht vom Kalenderjahr ab und umfasst den Zeitraum 01. Oktober bis 30. September des Folgejahres. Aus diesem Grund wurden Beginn und Abschluss eines jeden Geschäftsjahres in der grafischen Darstellung gesondert hervorgehoben. Im Betrachtungszeitraum der Studie verkaufte ThyssenKrupp Altbestände an eigenen Anteilen im Umfang von 15.300.000 Stück (21. November 2005), die in 2003 auf Basis § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG zurückgekauft wurden.²¹⁷ Damit wurde dieser Bestand an eigenen Anteilen wieder auf 0 Stück reduziert. In den Folgejahren erfolgten anschließend auf Basis von Ermächtigungen der Hauptversammlungen zu drei Zeitpunkten Rückkäufe eigener Anteile nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG über die Börse (1. Rückkauf: Juli/August 2006; 2. Rückkauf: Februar/März 2008; 3. Rückkauf: Juli/August 2008). Durch diese Programme wurde insgesamt ein Anteil von 9,9 % am Grundkapital (= 51.015.551 Stück) erworben und damit die gesetzlichen Möglichkeiten des § 71 AktG voll ausgenutzt. Immer wieder wird von Unternehmensseite dabei betont, dass die eigenen Anteile die Wachstumsstrategie unterstützen sollen und als Transaktionswährung im Rahmen von Unternehmenskäufen genutzt werden können. Hinsichtlich Transparenz ist ThyssenKrupp eines der wenigen vorbildlichen Unternehmen. Neben einem Informationspunkt „Aktienrückkäufe“ werden auch in Quartalsberichten Rückkäufe sowohl in der Bilanz vom Eigenkapital in Abzug gebracht als auch in der Kapitalflussrechnung gesondert ausgewiesen.

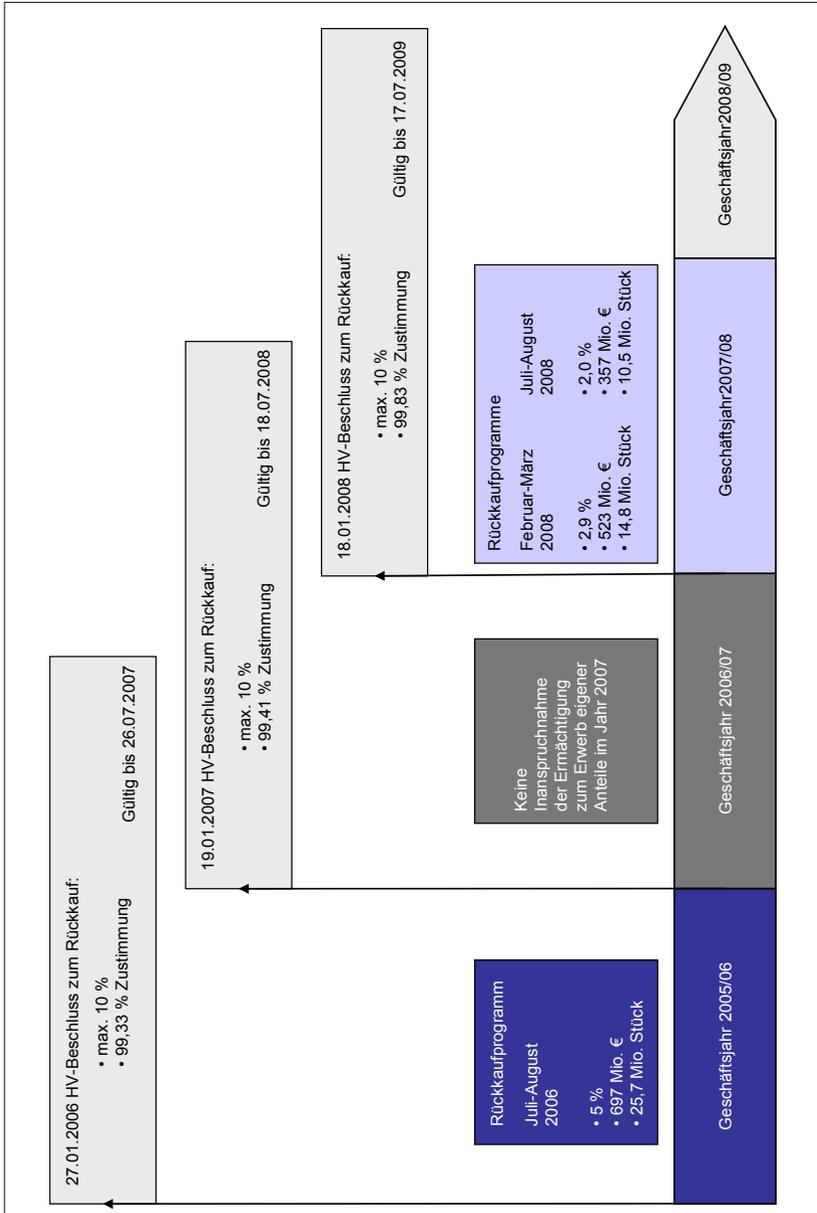
Als sehr positiv ist die zusätzliche Darstellung des Free Float nach jedem erfolgten Rückkauf anzusehen. Hierdurch wird schnell deutlich, dass die Rückkäufe über die Börse (Open Market Repurchases) den Free Float kontinuierlich verringert haben. Dieser Umstand stärkt umgekehrt die Position von Großaktionären. Des Weiteren stellt ThyssenKrupp Informationen zu Rückkaufprogrammen auch nach Abschluss des Rückkaufs auf seiner Unternehmenshomepage zur Verfügung. Außerhalb der Investor Relations, werden zusätzlich Informationen zu Rückkäufen und Beständen an eigenen Anteilen unter dem Informationspunkt „Fragen und Antworten zur ThyssenKrupp Aktie/Dividende“ präsentiert. Damit geht die Transparenz zu Rückkaufprogrammen bei der Gesellschaft deutlich über die gesetzlichen Mindestanforderungen hinaus und wird im Rahmen der Bewertung in

217 Vgl. Kapitel 2.2.1.

der vorliegenden Studie bestmöglich eingeschätzt. Als Erwerbsmotiv wird bei ThyssenKrupp die Schaffung von Akquisitionswährung angegeben, „insbesondere für strategische Akquisitionen“.²¹⁸

218 ThyssenKrupp AG, Ad-hoc-Meldung vom 14.07.2008.

Abbildung 48: Rückkäufe bei der ThyssenKrupp AG



Quelle: Eigene Darstellung

Fallbeispiel 2: Bilfinger Berger AG

Bilfinger Berger ist Bestandteil des MDAX und verfügte für den gesamten Betrachtungszeitraum über weit reichende Ermächtigungen der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile im Rahmen der gesetzlichen Möglichkeiten. Im Gegensatz zu nahezu allen anderen Gesellschaften wurde bei Bilfinger Berger der Rückkauf auf freiwilliger Basis zusätzlich auf ein betragsmäßiges Volumen von 100 Mio. € begrenzt. Eine solche betragliche Begrenzung des Rückkaufvolumens konnte außer bei Bilfinger Berger nur noch beim aktuellen Rückkaufprogramm 2008 der Deutschen Börse AG festgestellt werden.

Im Betrachtungszeitraum führt die Gesellschaft erstmalig im Geschäftsjahr 2008 einen Aktienrückkauf durch und gehört damit nicht wie ThyssenKrupp zu den Gesellschaften, die regelmäßig auf das Instrument „Aktienrückkauf“ zurückgreifen. Aufgrund der selbst auferlegten Beschränkung bei Durchführung des Rückkaufprogramms konnte nicht die ursprünglich geplante Stückzahl an eigenen Anteilen erworben werden, da steigende Kurse während des Rückkaufzeitraums dieses Ziel durchkreuzten. Das Beispiel erscheint als sinnvolle Möglichkeit zur Ergänzung der bereits bestehenden rechtlichen Vorschriften hinsichtlich Aktienrückkäufen: Die Hauptversammlung sollte durch eine Novellierung des § 71 AktG das Rückkaufvolumen betragsmäßig begrenzen, um ungeplante Liquiditätsabflüsse bei einer Gesellschaft zu verhindern.

Mit Durchführung des Rückkaufs stieg bei Bilfinger Berger innerhalb des Betrachtungszeitraums die Transparenz der Berichterstattung über Aktienrückkaufprogramme. Aktuell ist noch keine Aussage über den tatsächlichen Verwendungszweck möglich. Laut Quartalsbericht 1/2008 werden die Aktien vorerst gehalten und zu einem späteren Zeitpunkt über ihre Verwendung entschieden. Die zur Einschätzung des Rückkaufs notwendigen Daten werden von der Gesellschaft veröffentlicht. Positiv zu bewerten ist der Unterpunkt „Aktienrückkauf“ der Bilfinger Berger-Internetseite im Rahmen der Investor Relations, auch wenn Fragen zur Unternehmensführung an dieser Stelle offen bleiben. In der Zwischenbilanz erfolgt leider kein gesonderter Ausweis der gehaltenen eigenen Anteile beim Eigenkapital. Nützlich ist darüber hinaus, dass Bilfinger Berger auch nach Abschluss des Rückkaufprogramms die Informationen unter einem gesonderten Punkt auf der Internetseite der Gesellschaft präsentiert. Eine nachträgliche Recherche zum Rückkauf ist damit möglich. Ebenso wie ThyssenKrupp wird bei Bilfinger Berger mit dem Rückkauf die Zielsetzung verfolgt, einen „finanziellen Handlungsspiel-

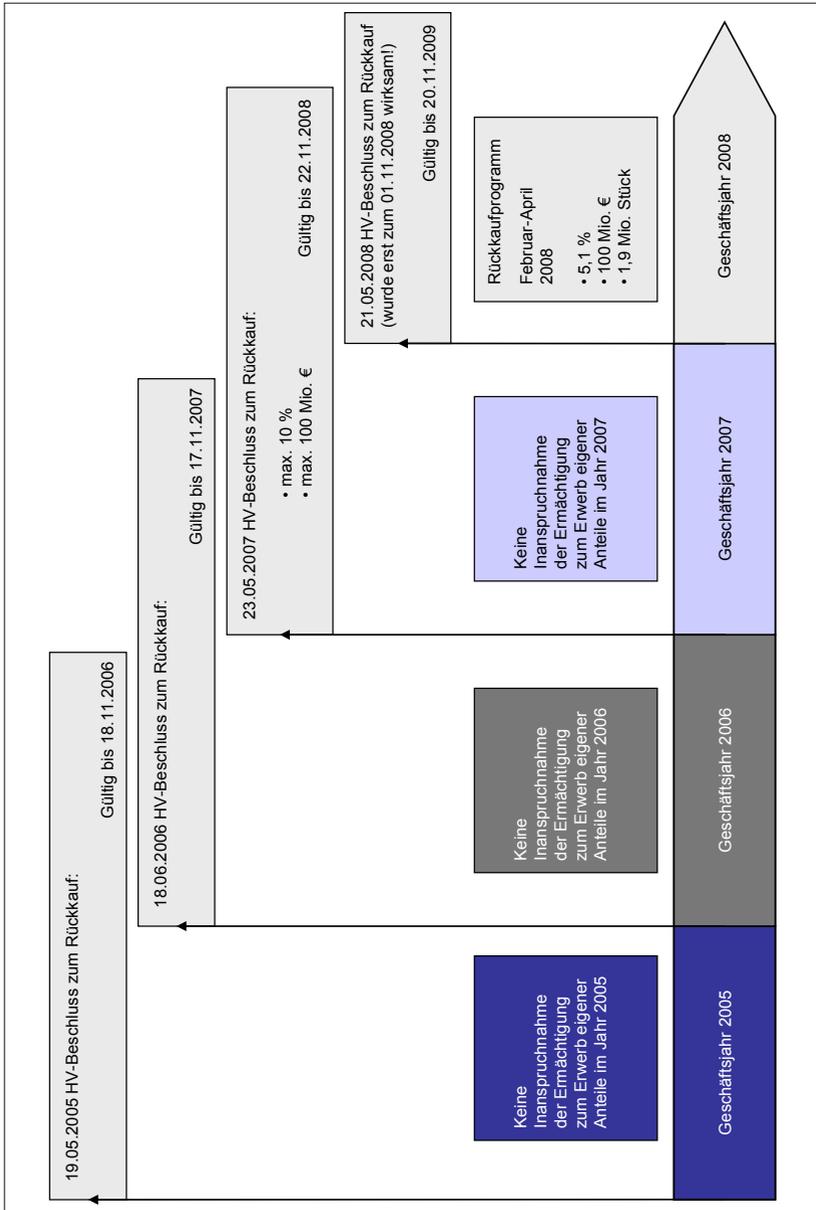
raum für Akquisitionen und zur Absicherung des Wachstums²¹⁹ zu schaffen (= Einsatz eigener Aktien als Transaktionswährung bei Unternehmenskäufen). Daneben wird aber der Rückkauf auch über die Signalling Hypothese²²⁰ begründet. Die Gesellschaft ist der Meinung, dass das aktuelle Kursniveau der Bilfinger Berger Aktie nicht den angemessenen Wert des Unternehmens widerspiegelt.²²¹

219 Bilfinger Berger, Ad-hoc-Meldung vom 19. Februar 2008.

220 Vgl. Kap. 4.2.1

221 Vgl. Bilfinger Berger, Ad-hoc-Meldung vom 19. Februar 2008.

Abbildung 49: Rückkäufe bei der Bilfinger Berger AG



Quelle: Eigene Darstellung.

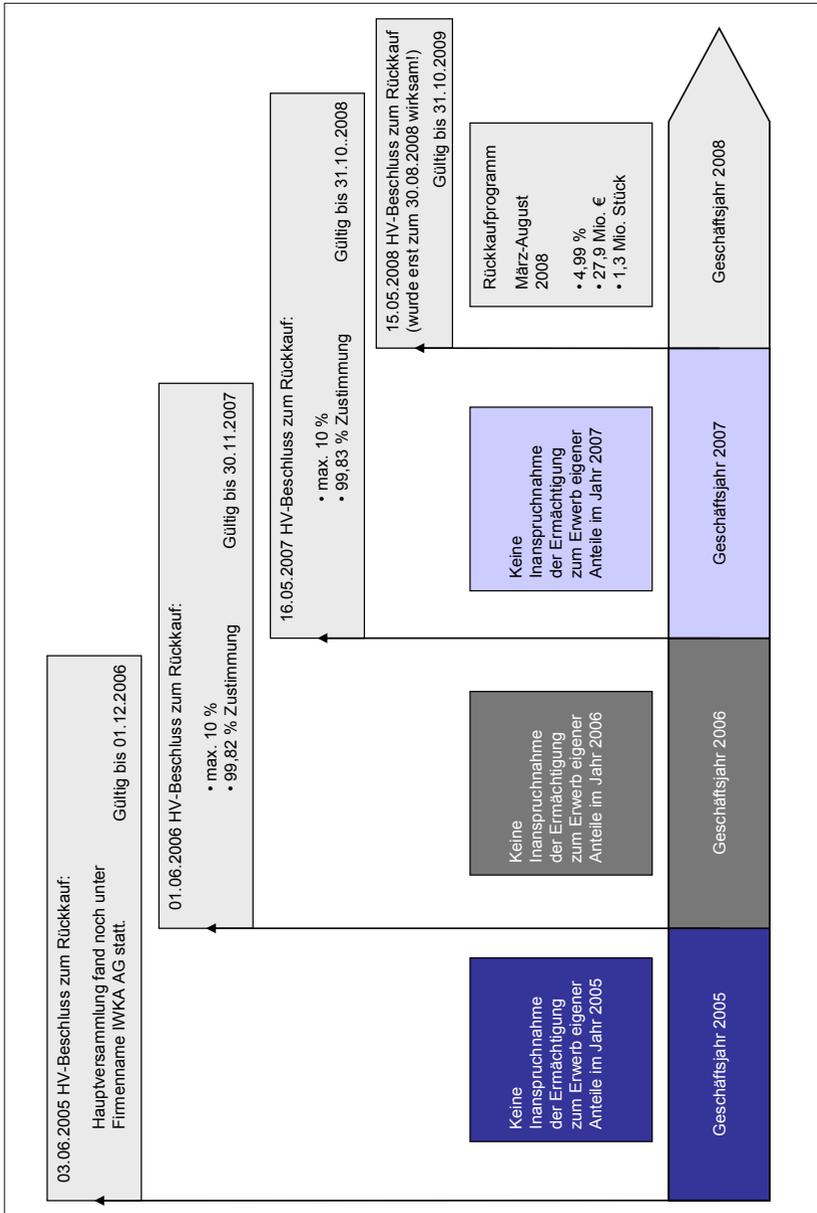
Fallbeispiel 3: KUKA AG

Mit Hauptversammlungsbeschluss vom 16. Mai 2007 erfolgte die Umfirmierung der im MDAX notierten IWKA AG in KUKA AG sowie die Verlegung des Hauptsitzes von Karlsruhe nach Augsburg. Die Hauptversammlung 2007 fand bereits in Augsburg statt. Ebenso wie Bilfinger Berger besaß auch KUKA über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg die gesetzlich maximal möglichen Rechte aus den Ermächtigungen der Hauptversammlungen zum Rückkauf eigener Anteile. Vom 25. März – 29. August 2008 wurde erstmalig eine dieser Ermächtigungen umgesetzt. Allerdings wurden von KUKA über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg bereits eigene Anteile nach § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen zurückgekauft. Aufgrund des geringen Volumens, den diese Rückkäufe ausmachen, werden sie im Rahmen der Untersuchung nicht weiter betrachtet.

Als überaus hilfreich bei der Informationsbeschaffung stellte sich die regelmäßige Information der Gesellschaft im jeweiligen Anhang dar, dass von bestehenden Ermächtigungen der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile bislang kein Gebrauch gemacht wurde. Dieser Hinweis ist bei Aktiengesellschaften nur sporadisch gegeben, würde aber als Pflichtangabe den Vorgang der Informationsbeschaffung deutlich verkürzen. Aktuell sind auch bei KUKA noch keine Aussagen über den tatsächlichen Verwendungszweck der zurückgekauften Anteile möglich. In der Bilanz des Zwischenabschlusses erfolgt leider kein gesonderter Ausweis der eigenen Anteile im Eigenkapital. Allerdings finden sich Hinweise auf erfolgte Auszahlungen für Aktienrückkäufe in der Kapitalflussrechnung. Die benötigten Daten zur Einschätzung des Rückkaufs wurden zunächst veröffentlicht. Auch hier positiv zu bewerten, ist der eigenständige Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf der Internetseite des Unternehmens. Deutlich eingetrübt wird das Bild der Informationsübertragung bei KUKA, durch Entfernung des Informationspunktes „Aktienrückkauf“ nach Beendigung des Programms. Eine nachträgliche Recherche zum Rückkaufprogramm wird - ohne Vorliegen eines Geschäftsberichts, Zwischenabschlusses oder Pressemitteilung – unmöglich. Die KUKA AG hat ihren Aktienrückkauf laut Unternehmenshomepage mit den Erwerbsmotiven „Optimierung der Kapitalstruktur“ sowie „Verwendung überschüssiger Liquidität“ durchgeführt.²²²

222 Vgl. www.kuka-ag.de/de/investor_relations/sharebuyback.

Abbildung 50: Rückkäufe bei der KUKA AG



Quelle: Eigene Darstellung.

Bei diesen drei Beispielen ist folgendes festzustellen: ThyssenKrupp schafft mit der umfangreichen Berichterstattung zu Aktienrückkäufen weit über die gesetzlichen Vorschriften hinaus Transparenz und hebt sich von vielen anderen Gesellschaften ab.

Auch Bilfinger Berger zeigt eine umfangreiche Berichterstattung zu Aktienrückkäufen. Hier ist besonders die betragsliche Begrenzung des Rückkaufvolumens hervorzuheben. Der Hauptversammlungsbeschluss sah diese freiwillige Einschränkung noch nicht vor. Ob dieser Schritt von Vorstand oder Aufsichtsrat im Anschluss durchgeführt wurde, ist auf Basis der vorliegenden Daten leider nicht ersichtlich. Allerdings kann das Beispiel Bilfinger Berger als zukunftsweisend angesehen werden. Eine zusätzliche Beschränkung des Rückkaufvolumens kann ungeplante Liquiditätsabflüsse verhindern.

Das letzte dargestellte Beispiel, die KUKA AG, enttäuscht hingegen. Während der Durchführung des Rückkaufprogramms war auf der Internetseite der Gesellschaft im Rahmen der Investor Relations ein eigener Informationspunkt zum Rückkauf angegeben, der über Rückkaufzeitpunkte, -volumen sowie Erwerbsmotive Aufschluss gab. Mit Abschluss des Erwerbs eigener Anteile wurde die Seite www.kuka-ag.de/de/investor_relations/sharebuyback/start.htm jedoch abgeschaltet. Somit zeigt sich, dass die Transparenz zu Rückkäufen im Zeitablauf deutlichen Veränderungen unterliegen kann und nicht per se als „ausgezeichnet“ oder „ungenügend“ klassifiziert werden sollte.

8 Zusammenfassung und Ausblick

8.1 Schlussfolgerungen

Die vorangegangenen Ausarbeitungen haben die zunehmende Bedeutung von Aktienrückkäufen nicht nur als Ausschüttungsinstrument, sondern auch zur Gestaltung der Unternehmenspolitik von in Deutschland börsennotierten Gesellschaften verdeutlicht. Dabei wurde umfangreich auf Risiken und Gefahren eingegangen, die bei einer Zustimmung zu solchen Rückkaufprogrammen auftreten können. Da Buy Backs vor allem als Instrument zur Umsetzung des Shareholder Value-Gedankens angesehen werden, erscheint es notwendig hierzu nochmals gesondert Stellung zu beziehen.

Eines des Grundprinzipien des Shareholder Value-Managements lautet, lediglich einen Liquiditätsüberschuss, der keiner Investitionsmöglichkeit mit einer Rentabilität oberhalb der Kapitalkosten zugeführt werden kann, an die Aktionäre auszuschütten. Daraus ergibt sich jedoch, dass die Durchführung eines Rückkaufprogramms bedeutet, dass das Management seiner Aufgabe, der Identifizierung von renditeträchtigen Investitionsprojekten, nicht erfolgreich nachgekommen ist. Eine provokante These in diesem Zusammenhang wäre, dass Aktienrückkäufe letztlich die Ideen- und Konzeptlosigkeit der Vorstände widerspiegeln. Des Weiteren fördern kurzfristig ausgerichtete Entlohnungssysteme für Manager, die auf dem Aktienkurs der Gesellschaft basieren, den Einsatz von Buy Backs, da im Normalfall eine Kurssteigerung mit einem Rückkaufprogramm einhergeht und somit das Management direkt am Rückerwerb eigener Anteile verdient. Gleichzeitig lassen sich durch Aktienrückkäufe Kennzahlen wie der Gewinn je Aktie oder die Eigenkapitalrentabilität (durch erhöhten Schuldenstand der Gesellschaft) steigern. Diese Kennzahlen werden traditionell von Analysten zur Bewertung einer Aktiengesellschaft und den Leistungen des Managements herangezogen und erfreuen sich daher großer Beliebtheit. Doch lässt sich durch Aktienrückkäufe und die gleichzeitige Verbesserung der obigen Kennzahlen nicht automatisch der Shareholder Value steigern. Tatsächlich zielen Rückkaufprogramme mit diesem Erwerbsmotiv auf die Erfüllung kurzfristiger Zielsetzungen, deren Zielereichungsgrad von externen Finanzanalysten der Gesellschaft aufdiktiert wird. Die zunehmend kurzfristige Sichtweise unter anderem in Form von Aktienrückkaufpro-

grammen führt zur Kritik durch Rappaport selbst, der als einer der „Erfinder“ des Shareholder Value-Ansatzes anzusehen ist.²²³

Ein Ergebnis der verstärkten kurzfristigen Ausrichtung insbesondere durch Rückkäufe ist, dass das Management möglicherweise die eigenen Zielsetzungen verfolgt. Dies kann wiederum in Konflikt mit den Zielen der Eigentümer stehen. In Extremfällen können Vorstände dazu neigen, an Stelle von notwendigen Zukunftsinvestitionen lieber ein Rückkaufprogramm durchzuführen, weil dies eher ihrer individuellen Zielerreichung dienlich ist, letztlich aber zulasten der Zukunftsfähigkeit eines Unternehmens geht. Ein solches opportunistisches Verhalten wird aufgrund der aktuell fehlenden Transparenz begünstigt, da es sich für Unternehmensexterne je nach Gesellschaft als sehr zeitaufwändig gestaltet, die notwendigen Informationen zur Einschätzung eines Rückkaufprogramms zu beschaffen.

Insgesamt konnte festgestellt werden, dass Aktienrückkäufe in Deutschland zunehmend an Bedeutung gewinnen. Allerdings wird im Rahmen dieser Studie nicht davon ausgegangen, dass sich ein Wechsel hin zum US-amerikanischen Trend, wo die Rückkaufvolumina den wesentlichen Anteil der Ausschüttung darstellen, vollzieht. Vielmehr werden Rückkäufe in Deutschland als strategisches Instrument zur Unternehmenssteuerung und nicht als Ausschüttungsinstrument genutzt. Von der Ausschüttungspolitik in den USA sind die in Deutschland börsennotierten Unternehmen somit weit entfernt.

Es wurde gezeigt, dass die im Rahmen von Einladungen zur Hauptversammlung vorgeschlagenen Ermächtigungen zum Rückkauf eigener Anteile nach Nr. 8 lediglich Pro forma-Charakter aufweisen, da ein Großteil nie ausgeübt wird und somit als Option des Vorstands einer Gesellschaft zu sehen ist.²²⁴ Hierbei konnte des Weiteren beobachtet werden, dass sich vor allem Unternehmen aus dem Börsensegment „Prime Standard“ einen Rückkauf als Vorratsbeschluss genehmigen lassen, ohne zunächst konkrete Pläne zum Buy Back zu verfolgen.²²⁵

Letztlich konnte herausgearbeitet werden, dass die Berichterstattung zu Rückkaufprogrammen eine hohe Intransparenz aufweist. Die Informationen hinsichtlich Buy Backs werden zum einen an unterschiedlichen Stellen publiziert. Zum anderen variiert der Informationsumfang bei den untersuchten Gesellschaften deutlich. Dies bedeutet für interessierte Stakeholder einen erheblichen Zeitaufwand zur

223 Wegweisend hierzu war das Werk „Creating Shareholder Value“ aus dem Jahr 1986.

224 Vgl. Pertlwieser 2006, S. 85.

225 Vgl. Deter/Gremmler 2008, S. 448.

Beschaffung der notwendigen Daten. Dennoch bleibt anzumerken, dass sich im betrachteten Zeitraum der Studie die Transparenz zum Instrument „Aktienrückkauf“ bereits verbessert hat. Das erreichte Niveau bleibt allerdings weiterhin unbefriedigend. Aufgrund der Erkenntnisse der vorliegenden Ausarbeitungen, wird als ein Ergebnis die *Intransparenzthese* formuliert. Das Aufsichtsratsgremium muss im Interesse seiner auftraggebenden Stakeholder (Aktionäre und Mitarbeiter!) den Vorstand bei Aktienrückkäufen beraten und kontrollieren können. Die heterogene Informationsstruktur zum Instrument „Aktienrückkauf“ beeinträchtigt diese Überwachungs- und Beratungsfunktion des Aufsichtsrats im Sinne einer guten und effektiven Corporate Governance erheblich.

Die Intransparenzthese soll im Folgenden noch weiter untermauert werden. Bei der Beantragung einer Ermächtigung zum Erwerb eigener Anteile in der Tagesordnung zur Hauptversammlung beschreibt der Vorstand, zu welchem Zweck er Aktien zurückkaufen möchte. Ob der Rückkauf im beantragten Rahmen stattfindet, ist jedoch zu diesem Zeitpunkt noch nicht definitiv entschieden. Des Weiteren wissen die Eigentümer nicht, in welchem Verhältnis zurückgekaufte Anteilsscheine auf die beschriebenen Erwerbszwecke verteilt werden sollen. Vor diesem Hintergrund ist zum Zeitpunkt der Erteilung einer Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien für die Unternehmenseigner nicht absehbar, was der Vorstand tatsächlich mit den zurückgekauften Papieren machen wird. Beispielhaft sei hierzu auf den Geschäftsbericht der Deutschen Bank AG verwiesen: Dem Vorstand liegen Ermächtigungen zum Rückkauf eigener Anteile nach § 71 Abs. 1 Nr. 7 (Wertpapierhandel) und Nr. 8 (ohne Zweckbestimmung) AktG vor.²²⁶ Die Bestände an eigenen Anteilen zum Bilanzstichtag werden allerdings in Summe angegeben.²²⁷ Das Problem hierbei ist, dass die Rückkäufe nach § 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG zweckgebunden erfolgen, während die Rückkäufe nach Nr. 8 nicht zweckgebunden sind. Dem Anteilseigner ist letztlich nicht ersichtlich, in welchem Umfang Rückkäufe nach welcher Ermächtigung durchgeführt wurden.

Die Frage, ob Aktienrückkäufe zu einem Verzicht auf notwendige Investitionsvorhaben führen, konnte im Rahmen dieser Studie nicht abschließend geklärt werden. Der Argumentation, dass Aktienrückkäufe zu einem Liquiditätsabfluss führen, der nicht mehr zu Investitionszwecken zur Verfügung steht, kann gefolgt werden. Nicht klar ist hingegen, ob die Ausschüttungen lediglich überschüssige Liquidität betreffen die nach Durchführung von Investitionsvorhaben noch zur

226 Vgl. Geschäftsbericht Deutsche Bank AG 2007, S. 41.

227 Vgl. Geschäftsbericht Deutsche Bank AG 2007, S. 104, S. 183 u. S. 185.

Verfügung stand. Um hierzu eine gesicherte Aussage treffen zu können wird eine eigenständige Untersuchung empfohlen, die eine umfangreiche Auswertung der Jahresabschlüsse rückkaufender und nicht rückkaufender Unternehmen beinhaltet. Da Investitions- und Finanzierungsvorgänge immer zeitraumbezogen sind, wäre die Betrachtung eines längeren Zeitraums vonnöten, was deutlich validere Rückschlüsse ermöglicht als bisherige Untersuchungen zu dieser Fragestellung.

Neben obiger, offener Fragestellung zur Bilanzpolitik und dem Investitionsverhalten, sind im Verlauf der Studie weitere interessante Punkte aufgetaucht, die sich als Untersuchungsobjekt für zukünftige Analysen eignen:

- Lassen sich Unterschiede im Rückkaufverhalten in Abhängigkeit des Anteils von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat feststellen?
- Inwiefern werden bei den Aktiengesellschaften der vier Auswahlindizes Rückkäufe als zustimmungspflichtige Geschäfte des Aufsichtsrats definiert?
- Lässt sich ein zeitlicher sowie sachlicher Zusammenhang zwischen Durchführung eines Rückkaufprogramms und den Veräußerungsgeschäften von Vorstandsmitgliedern feststellen?

8.2 Aktuelle Entwicklungen

Eine wesentliche Frage, die sich aus der Finanzmarktkrise 2008 ergibt, lautet: "Müssen die Finanzmärkte stärker staatlicher Überwachung unterliegen oder sind die Selbstheilungskräfte des Marktes ausreichend?" Des Weiteren findet durch die Stützung maroder Banken mit Steuergeldern eine Sozialisierung von Verlusten statt, während die Gewinne zuvor privatisiert waren. Dies stellt einen klaren Fall von Moral Hazard dar und es stellt sich die Frage, ob dieser hingenommen werden muss, um gleichzeitig einen Zusammenbruch der Finanzmärkte zu verhindern. Letztlich zeigt die Finanzkrise eine der negativen Seiten der Globalisierung und der offenen und international verknüpften Finanzmärkte auf, die dazu führen, dass Krisen auf einem nationalen Markt schnell auf andere Märkte übergreifen und sich zu einem Flächenbrand entwickeln können.²²⁸ Gleichzeitig werden auf europäischer Ebene weitere Liberalisierungen beim Erwerb eigener Anteile durch die Änderungsrichtlinie 2006/68/EG ermöglicht, die bislang in Deutschland noch

228 Vgl. Hemmerich 2008, S. 520.

nicht umgesetzt wurden. Beim Aktienrückkauf wären vor allem folgende Punkte betroffen:

- 1) Ausweitung der Laufzeit von Hauptversammlungsermächtigungen von 18 Monaten auf fünf Jahre,
- 2) Entfall der Beschränkung des Rückkaufs auf 10 % des Grundkapitals,
- 3) Möglichkeit der Aufhebung des § 71a AktG²²⁹.

Bereits der erste Punkt der Liberalisierungsbestrebungen bringt ein erhebliches Missbrauchspotenzial mit sich. Sollten die Regelungen zur Transparenz und Publizität von Aktienrückkäufen weiterhin in ihrer jetzigen Form bestehen bleiben, bieten sich für Vorstände erhebliche Gestaltungsspielräume für eine Ausweitung der jetzigen Intransparenz. Über einen Zeitraum von fünf Jahren können dann Aktienrückkaufprogramme angekündigt, durchgeführt und eventuell wieder rückgängig gemacht werden, ohne dass die Unternehmenseigner hierauf Einfluss nehmen könnten. Somit stellt sich die Frage, wer über einen solchen Zeitraum hinweg die Informationen zu Rückkaufprogrammen sammelt und überwacht. Die Hauptversammlung erscheint hierzu als wenig geeignetes Gremium.

Mittlerweile lassen sich fast alle börsennotierten Gesellschaften eine Vorratsermächtigung zum Erwerb eigener Anteile nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG erteilen, obwohl keine konkreten Pläne zum Rückkauf vorliegen. Vielmehr lassen sich Vorstände deutscher Aktiengesellschaften regelmäßig eine strategische Option von der Hauptversammlung ausstellen. Die Abstimmung der Hauptversammlung zu Aktienrückkäufen ist vor diesem Hintergrund ein eher verwaltungstechnischer Akt, der unnötige Kosten verursacht. Somit stellt eine Ausweitung von 18 Monaten auf fünf Jahre letztlich auch einen willkürlich gewählten Zeitraum dar. Vielmehr sollte hier die Überlegung stattfinden, dem Vorstand von Aktiengesellschaften generell eine Ermächtigung nach Nr. 8 vom Gesetz her zu gewähren, ohne dass vorher noch die Hauptversammlung zustimmen muss. Dieser Schritt wäre aufgrund der gängigen Praxis zu Vorratsermächtigungen konsequent. Gleichzeitig müsste eine solche allgemeine Erlaubnis zum nicht zweckgebundenen Rückkauf aber einhergehen mit konkretisierten Publizitätspflichten sowie verstärkter Sensibilisierung der Aufsichtsgremien.

Auch der mögliche Entfall der 10 %-Schranke zum Rückkauf eigener Anteile ist in diesem Kontext kritisch zu sehen. Bei gleich bleibenden Transparenz- und Kontrollvorschriften zu Aktienrückkäufen, wäre sogar an eine weitere Einschrän-

229 Vgl. Habersack 2007, 25.

kung des Rückkaufvolumens zu denken. Ein ersatzloser Entfall dieser Beschränkung ist aus Agenturgesichtspunkten kaum akzeptabel, da die Gefahr des Moral Hazard als kaum kontrollierbar anzusehen wäre.

Bislang ist es in Deutschland strikt verboten, dass eine Gesellschaft einem Dritten, z.B. einem Investor, ein Darlehen gewährt, damit dieser anschließend mit dem zur Verfügung stehenden Geld die Gesellschaft erwirbt (*Financial Assistance*). Dieses Verbot ist aus dem englischen Recht abgeleitet und in Deutschland im § 71a AktG (Verbot der Unterstützung des Erwerbs eigener Aktien durch Dritte) festgehalten.²³⁰ Durch Artikel 23 I der Änderungsrichtlinie 2006/68/EG steht es letztlich jedem EU-Mitglied frei, die Financial Assistance zu erlauben. Ein Wegfall des § 71a AktG wäre somit in Deutschland möglich und als massiver Eingriff in den Gläubigerschutz deutscher Aktiengesellschaften anzusehen. Letztlich könnte auf diese Weise die Übernahme eines Unternehmens mit den Eigenmitteln der Gesellschaft finanziert werden. Hiermit würden missbräuchliche Varianten des Leveraged Buyout ermöglicht. Bei dieser Finanzierungsform des Unternehmenskaufs erwirbt ein Investor die Unternehmung durch hohen Einsatz von Fremdkapital (meistens 75 % des Kaufpreises über Fremdkapital und 25 % über Eigenkapitalaufbringung). Nach Durchführung des Unternehmenserwerbs wird das aufgenommene Fremdkapital auf die gekaufte Gesellschaft übertragen. Durch ein solches Vorgehen, soll der Leverage-Effekt optimal ausgenutzt und das Risiko des Investors bei Insolvenz des Kaufobjektes minimiert werden. Allerdings steigt gleichzeitig die Verschuldung der Gesellschaft massiv an.²³¹ Das Interesse des Investors bei der Financial Assistance zielt darauf ab, dass ihm die Zielgesellschaft beim Leveraged Buyout aus ihrem Cashflow ein zinsgünstiges Darlehen für den Unternehmenserwerb gewährt, mit dem er anschließend die Aktien der Gesellschaft aufkauft. Möglicherweise wird im Vorfeld der Cashflow durch Auflösung von Rücklagen oder stiller Reserven manipuliert.²³² Damit würde das Risiko des Investors weiter minimiert werden, da er das Darlehen zum Kauf des Unternehmens nicht am Kapitalmarkt aufnehmen müsste, sondern die Gesellschaft mit ihren eigenen Mitteln aufkauft. Somit bietet auch dieser Punkt viele Missbrauchsmöglichkeiten und birgt erhebliches Potenzial für Interessenkonflikte

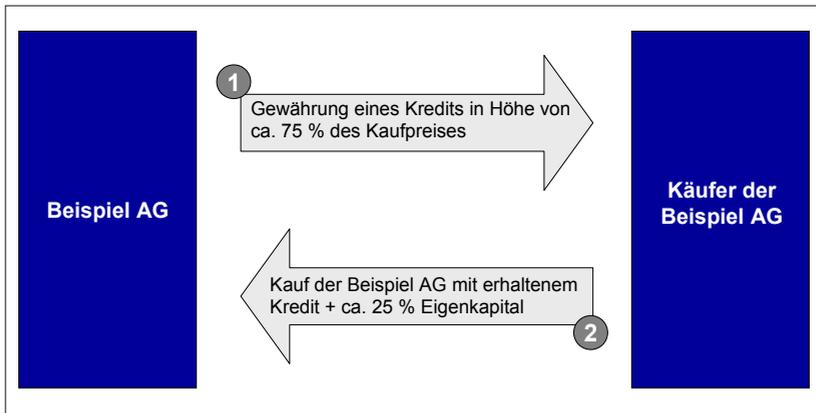
230 Vgl. Schmidt/Spindler 2008, S. 165.

231 Vgl. Kap. 4.2.3.

232 Vgl. Nodoushani 2008, S. 387.

zwischen Management und anderen Anspruchsgruppen der Gesellschaft. Eine Erlaubnis der Financial Assistance ist somit klar abzulehnen.²³³

Abbildung 51: Beispiel zu Financial Assistance



Quelle: Eigene Darstellung.

Die vorliegende Studie zeigt eindringlich, dass die Transparenz zum Instrument „Aktienrückkauf“ zu gering ausgeprägt ist. In einer solchen Situation eine weitere Liberalisierung in das Aktiengesetz einzuarbeiten, öffnet Moral Hazard Tor und Tür und birgt in sich die Potenziale für weitere Krisen. Dennoch soll einschränkend nochmals der Hinweis erfolgen, dass Rückkäufe für sich allein genommen lediglich beschränkte Entfaltungsmöglichkeiten haben. Erst durch eine Einbettung in den Gesamtkontext der Unternehmensführung ergeben sich für Vorstände weit reichende Spielräume. So können beispielsweise durch eine kurzfristig wirkende Manipulation des Gewinns je Aktie und der Aktienkurse die Vorstandsvergütungen erhöht werden.

8.3 Empfehlungen zur Gestaltung von Aktienrückkäufen

Die bisherigen Anmerkungen zu den Schlussfolgerungen der Studie zeigen, dass der Gesetzgeber aufgefordert ist, das Instrument „Aktienrückkauf“ mit wesentlich mehr Transparenz zu versehen, um missbräuchliche Handhabungen zulasten der

233 Vgl. Schmidt/Spindler 2008, S. 306.

Gesellschaft zu vermeiden. Aus diesem Grund endet die Zusammenfassung mit Empfehlungen, wie der Prozess des Erwerbs eigener Anteile künftig nachvollziehbarer für außen stehende Betrachter gestaltet werden sollte.

Die Publizitätspflichten für Unternehmen müssten vereinheitlicht werden. Hier ist eine Novellierung der entsprechenden gesetzlichen Vorschriften hinsichtlich der Publizität dringend zu empfehlen. Zum einen sollten mehr Informationen zu Aktienrückkäufen im Geschäftsbericht dargestellt werden. Zum anderen sollten die Informationen zu durchgeführten Rückkaufprogrammen dauerhaft und analog zur Regelung des § 161 AktG auf der Internetseite der Gesellschaft zur Verfügung gestellt werden. Derzeit wird dies von Unternehmensseite unterschiedlich gehandhabt. Während einige Gesellschaften deutlich mehr als die gesetzlich notwendigen Informationen dauerhaft auf ihrer Internetseite präsentieren, werden bei anderen Unternehmen nach Abschluss des Buy Backs die Informationsseiten zu früheren Rückkaufprogrammen abgeschaltet.

Da bisher die überwiegende Zahl an Ermächtigungen zum Erwerb eigener Anteile als Vorratsbeschluss erteilt wird, erscheint das bisherige Verfahren zur Erteilung als wenig sinnvoll. Vielmehr sollte der Vorstand über eine grundsätzliche Erlaubnis zum Rückkauf nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG verfügen. Die jährlich stattfindende Hauptversammlung stimmt dann nicht mehr über eine Ermächtigung zum Rückkauf ab, da diese per Gesetz besteht. Allerdings erfolgt eine Abstimmung über den Vorschlag von Vorstand und Aufsichtsrat hinsichtlich des *betragsmäßig maximalen Rückkaufvolumens* für den Zeitraum bis zur nächsten Hauptversammlung. Die tatsächliche Durchführung des Rückkaufs darf dann erst nach Genehmigung durch den Aufsichtsrat erfolgen. Auf diese Weise kann die Hauptversammlung den maximal möglichen Liquiditätsabfluss durch Aktienrückkaufprogramme begrenzen. Des Weiteren würde das Prozedere zur Erteilung einer Pro forma-Vorratsermächtigung umgangen.

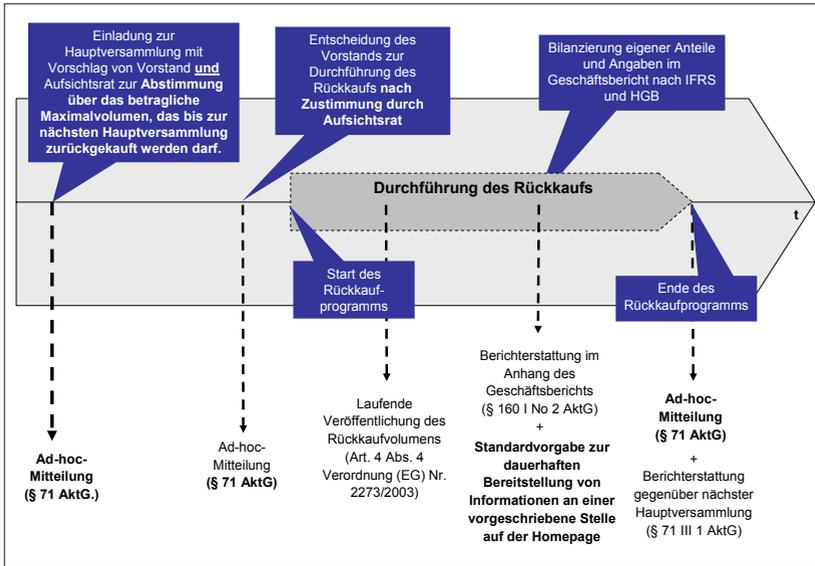
Bereits der Antrag von Vorstand und Aufsichtsrat an die Hauptversammlung zur Erteilung einer Ermächtigung zum Aktienrückkauf sollte unter die Regelungen der Ad-hoc-Publizität fallen, um frühzeitig hierauf aufmerksam zu machen. Eine Meldung an die BaFin wäre damit nicht mehr notwendig. Insgesamt stellt sich die grundsätzliche Frage inwiefern die Datenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht weiter gepflegt werden sollte. Bei umfangreicher und dauerhafter Publizität zu bestehenden Ermächtigungen und der Durchführung von Rückkaufprogrammen auf der Internetseite der Gesellschaften, wäre die BaFin-Liste nicht

mehr notwendig. Sollte weiterhin an der Idee dieser Datenbank festgehalten werden, muss sie um zusätzliche Informationen erweitert werden.

Des Weiteren sollte eine weitere Ad-hoc-Mitteilung zum Ende eines durchgeführten Rückkaufprogramms verpflichtend für die Gesellschaft sein. Eine solche Ad-hoc-Mitteilung müsste den Zeitraum des Rückkaufs taggenau benennen, die Anzahl der erworbenen Anteile, das zurückgekaufte Volumen sowie den Anteil, den dieser Rückkauf am Grundkapital darstellt. Allerdings empfiehlt sich hierbei, die Ad-hoc-Pflicht direkt in einem eigenen Absatz des § 71 AktG zur Regelung der Publizität zu erfassen. Der Raum für Diskussionen nach § 15 WpHG, ob ein Rückkaufssachverhalt ad-hoc-pflichtig ist oder nicht, würde hiermit entfallen.

Um die Kosten der Informationsbeschaffung zu verringern, sollten diese Pflichtmitteilungen den interessierten Stakeholdern dauerhaft auf der Internetseite des jeweiligen Unternehmens unter einem von allen Gesellschaften einzurichtenden Informationspunkt „Aktienrückkauf“ zugänglich gemacht werden. Gesellschaften, die keine Rückkäufe planen, könnten dies unter einem solchen Informationspunkt publik machen und über das von der Hauptversammlung festgelegte maximale Rückkaufvolumen berichten. Diese Schaffung von Transparenz sollte mindestens als Empfehlung im Rahmen des Corporate Governance Kodex für Deutschland aufgenommen werden. Eine wesentlich effektivere Art der Umsetzung wäre eine entsprechende Ergänzung des § 71 AktG, die auch eine Möglichkeit von Sanktionen gegenüber der Gesellschaft bei Nichterfüllung der Publizitätspflichten schaffen müsste.

Abbildung 52: Empfehlung zur Neugestaltung des Ablaufs von Aktienrückkaufprogrammen



Quelle: Eigene Darstellung.

Eine weitere Beschränkung der Erwerbsmöglichkeit auf weniger als 10 % des Grundkapitals wird bei Berücksichtigung obiger Hinweise als nicht notwendig angesehen. Vielmehr wird durch eine betragliche Beschränkung des maximalen Rückkaufvolumens durch die Hauptversammlung der höchstmögliche Liquiditätsabfluss im Vorhinein festgelegt, was als Sicherungsmaßnahme zu begreifen ist.²³⁴ Bei konsequenter Umsetzung obiger Empfehlungen könnte aufgrund der bestehenden Transparenz- und Sicherungsregelungen daher eine Flexibilisierung der 10%-Schranke erfolgen, wie sie die Änderungsrichtlinie 2006/68/EG vorsieht. Dennoch sollte die Beschränkung zum Erwerb eigener Anteile nicht gänzlich aufgehoben werden. Sinnvoller erscheint vielmehr, dass zunächst die Regelungen zur Transparenz bei Rückkäufen erweitert werden und der Aktienrückkauf bis zu 20 % des Grundkapitals ermöglicht wird. In regelmäßigen zeitlichen Abständen (beispielsweise in zweijährigem Rhythmus) sollte eine Evaluierung zu den gesammelten Erfahrungen mit dem Instrument Aktienrückkauf erfolgen. Im An-

²³⁴ Vgl. hierzu auch Bilfinger Berger: bei der Gesellschaft wurde das Rückkaufvolumen betraglich begrenzt. Siehe Ad-hoc-Mitteilung vom 19.02.2008 sowie Bekanntmachung entsprechend Art. 4 Abs. 2 VO (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 vom 19.02.2008.

schluss stünden Überlegungen, ob die dann gültige Beschränkung zum Erwerb eigener Anteile weiterhin bestehen bleibt, auf einen niedrigeren Wert zurückgesetzt oder weiter ausgeweitet wird. Letztlich gilt jedoch zu bedenken, dass jeder beschlossene Wert hinsichtlich Laufzeit der Hauptversammlungsermächtigung zum Aktienrückkauf, Beschränkung des Rückkaufvolumens oder Zeitraum der Evaluierung bestehender Schranken willkürlich gewählte Werte darstellen.

Die Finanzmarktkrise des Jahres 2008 weitet sich im Laufe des Jahres 2009 scheinbar zu einer globalen Rezession aus, deren Ende derzeit noch nicht in Sicht ist und über deren Bekämpfung zwischen Wissenschaftlern, Politikern und Notenbankern noch weitgehend Uneinigkeit besteht. Dennoch ist bereits heute zu erwarten, dass sich nach Überwinden der aktuellen Systemkrise das deutsche Aktiengesetz verändern wird. In welche Richtung diese Veränderungen zielen werden, bleibt abzuwarten. Es kann sich hierbei herauskristalisieren, dass die Änderungsrichtlinie 2006/68/EG aufgehoben wird. Ebenso ist es denkbar, dass es im Vergleich zu den jetzigen Regelungen zu einer deutlich restriktiveren Handhabung mit dem Instrument des Aktienrückkaufs kommt. Dies könnte bis hin zu einer ersatzlosen Abschaffung der Nr. 8 des § 71 Abs. 1 AktG führen. Die im Rahmen der vorliegenden Studie gemachten Vorschläge zur Schaffung erhöhter Transparenz und effizienterer Corporate Governance-Strukturen gehen davon aus, dass die aktuellen Regelungen zum Aktienrückkauf bestehen bleiben und die Änderungsrichtlinie zumindest teilweise umgesetzt wird. Somit enthält die Studie Vorschläge, die bei einer Novellierung des Aktienrechts als Diskussionsgrundlage Impulse für eine zukünftige Ausrichtung des deutschen Aktienrechts geben können.

9 Literaturverzeichnis

- Achleitner, Ann-Kristin/Wirtz, Bernd W./Wecker, Roman M.: M&A-Management. In: WISU, 2004, Heft 4, S. 476-486.
- AGP/GIZ: Mitarbeiterbeteiligung – Statistik 2008; Download unter: <http://www.agpev.de>, 2008, [23.10.2008].
- Atzler, Elisabeth/Kirchner, Christian/Fromme, Herbert/Milne, Richard: Gaga-Dax empört Finanzwelt. In: Financial Times Deutschland, Mittwoch, 29. Oktober 2008, S. 1.
- Ballwieser, Wolfgang: Unternehmensbewertung mit Discounted Cash Flow-Verfahren. In: Die Wirtschaftsprüfung, 1998, Nummer 3, Jahrgang 51, S. 81-92.
- Bednarz, Liane: Der Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung zum Erwerb eigener Aktien – Anforderungen und Schranken (§ 71 I Nr. 8 S. 1 und 2 AktG), Frankfurt a.M., 2006.
- Beike, Rolf/Schlütz, Johannes: Finanznachrichten lesen – verstehen – nutzen, 2., überarbeitete und aktualisierte Auflage, Stuttgart, 1999.
- Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz: Investitions- und Finanzierungsmanagement, Band II: Finanzierung, München, 2000.
- Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin: Corporate Finance, 8. Auflage, New York, 2006.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin: Emittentenleitfaden, Stand 15. Juli, Bonn, Frankfurt a.M., 2005.
- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin: Angezeigte HV-Ermächtigungen zum Erwerb eigener Aktien, Datenbanken & Listen, Download unter: <http://www.bafin.de/>, 2008, [30.09.2008].
- Deter, Henryk/Gremmler, Susanne: Vorratsbeschlüsse für Aktienrückkäufe – Umsetzung und Erfolg bleiben häufig aus, in: Die Aktiengesellschaft, 2008, Heft 20, S. 448-450.
- Deutsche Börse Group: General Standard und Prime Standard – Zugang zum europäischen Kapitalmarkt, Frankfurt a.M., 2007.
- Deutsche Börse Group: Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse, Version 6.5, Frankfurt a.M., 2008.

- Deutsches Aktieninstitut e. V., DAI: Der Erwerb eigener Aktien in Deutschland – Ergebnisse einer Untersuchung des Deutschen Aktieninstitutes zum Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft, Frankfurt a.M., 1999.
- Ditges, Johannes/Arendt, Uwe: Internationale Rechnungslegung nach IFRS, 3., aktualisierte Auflage, Ludwigshafen, 2008.
- Europäische Zentralbank, EZB: Aktienrückkäufe im Euroraum. In: Monatsbericht Juni, 2007, S. 111-120.
- Fromm, Thomas: Die neue Eminenz. In: Financial Times Deutschland, Freitag, 11. Mai, 2007, S. 6.
- Fromm, Thomas/Clausen, Sven/Spiller, Kristina: MAN-Investoren rüsten gegen Piëch. In: Financial Times Deutschland, Donnerstag, 10. Mai, 2007, S. 7.
- Gassmann, Michael: Adidas kauft zehn Millionen Aktien zurück. In: Financial Times Deutschland vom 31.01.2008, 2008, S. 6.
- Gassmann, Michael/Laube, Helene: IBM kauft für 15 Mrd. Dollar eigene Aktien. In: Financial Times Deutschland vom 27.02.2008, 2008, S. 7.
- Gehling, Christian/Heldt, Cordula/Royé, Claudia: Squeeze Out – Recht und Praxis, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 39, Frankfurt a.M., 2007.
- Gerke, Wolfgang/Fleischer, Jörg/Langer, Martin: Kurseffekte durch Aktienrückkäufe – eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt, Download unter: <http://joergfleischer.com> 2003, [27.03.2008].
- Gerum, Elmar: Das deutsche Corporate Governance-System, Stuttgart, 2007.
- Gräfer, Horst: Bilanzanalyse, 10., vollständig überarbeitete Auflage, Herne, 2008.
- Grill, Wolfgang/Perczynski, Hans: Wirtschaftslehre des Kreditwesens, 37., überarbeitete Auflage, Troisdorf, 2003.
- Habersack, Mathias: Brüssel rüttelt an der Finanzverfassung der Unternehmen. In: Frankfurt Allgemeine Zeitung vom 21. November, 2007, Nr. 271, S. 25.
- Hein, Eckhard/Van Treeck, Till: Finanzmarktorientierung – eine Investitions- und Wachstumshemmnis? IMK-Report, Nr. 26, Januar 2008.
- Heise, Wilfried: Aktienrückkäufe bringen Kurse in Schwung, in Finance, September-Ausgabe, 2003, S. 86-87.
- Hemmerich, Friedhelm: Vom US-Immobilienmarkt zur internationalen Finanzkrise. In: WISU, 2008, Heft 4, S. 514-520.

- Jagannathan, Murali/Stephens, Clifford P./Weisbach, Michael S.: Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases, in: *Journal of Financial Economics*, 2000, Heft 57, S. 355-384.
- Klose, Tobias/Ruppert, Philipp: Aktienrückkauf (I): Nur PR-Maßnahme oder strategisch sinnvolles Instrument? In: *Die Bank*, 2004, Heft 4, S. 250-253.
- Koch, Raphael: *Die Auswirkungen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG) auf den Erwerb eigener Aktien*, Berlin, 2006.
- Knorren, Norbert/Weber, Jürgen: *Shareholder Value – Eine Controlling-Perspektive*, Band 2 der Reihe *Advanced Controlling*, Vallendar, 1997.
- Kümpel, Thomas: Von der nationalen zur internationalen Rechnungslegung. In: *WISU*, 2006, Heft 3, S. 311-314.
- Kütting, Karlheinz: Der Erwerb eigener Aktien, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 27. Februar, 1998, Nr. 41, S. 4.
- Last, Jens: *Der Erwerb eigener Aktien als Ausschüttungsinstrument*, *Berliner Juristische Universitätschriften, Zivilrecht*, Band 55, Berlin, 2006.
- Lutter, Marcus/Krieger, Gerd: *Rechte und Pflichten des Aufsichtsrats*, 5., neu bearbeitete und erweiterte Auflage, Köln, 2008.
- Macharzina, Klaus: *Unternehmensführung*, 4., grundlegend überarbeitete Auflage, Wiesbaden, 2003.
- Nekat, Kai/Nippel, Peter: Aktienrückkäufe und asymmetrische Informationsverteilung. In: *WiSt*, 2006, Heft 1, S. 25-30.
- Nodoushani, Manfred: *Financial Assistance und Konzerninnenfinanzierung*. In: *Der Konzern*, 6. Jg., 2008, Heft 8, S. 385-392.
- o. V. (a): Die Rendite von Daimler erinnert an große Zeiten, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 15. Februar 2008, Nr. 39, S. 17.
- o. V. (b): Autobauer Daimler drosselt Aktienrückkauf. In: *Die Welt* vom 05. August 2008, S. 15.
- o. V.: *Vermögensanlagen in Wertpapieren*, 9., überarbeitete und aktualisierte Auflage, Köln, 2007.
- o. V.: *BaFin verlängert Leerverkaufsverbot*. In: *Insight Corporate Governance*, Issue 1, 2009, S. 13.
- Pellens, Bernhard/Schremper, Ralf: *Aktienrückkäufe in Deutschland – Eine theoretische und empirische Untersuchung der Erwerbsmotive*, *Arbeitsbericht Nr. 76*, *Institut für Unternehmensführung und Unternehmensforschung*, Ruhr-Universität Bochum, Bochum, 1999.

- Perridon, Louis/Steiner, Manfred: Finanzwirtschaft der Unternehmung, 14., überarbeitete und erweiterte Auflage, München, 2007.
- Pertlwieser, Markus: Der Erwerb eigener Aktien in Deutschland – Eine ganzheitliche Kapitalmarktuntersuchung deutscher Aktienrückkaufprogramme und ein Konzept zur praktischen Implementierung, Europäische Hochschulschriften, Band 3175, Frankfurt a.M., 2006.
- Prokot, Alexander: Strategische Ausschüttungspolitik deutscher Aktiengesellschaften, Wiesbaden, 2006.
- Rappaport, Alfred: Shareholder Value – Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2., vollständig überarbeitete und aktualisierte Auflage, Stuttgart, 1999.
- Rappaport, Alfred: The Economics of Short-Term Performance Obsession. In: Financial Analysts Journal, 61. Jg., 2005, Heft 3, S. 65-79.
- Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex: Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 6. Juni 2008, Download unter: <http://www.corporate-governance-code.de>, 2008, [05.09.2008].
- Schädle, Martin: Erwerb eigener Aktien in den USA – Rechtliche Rahmenbedingungen, Motive und potentielle Nachteile, Linz, 2000.
- Schmidt, Reinhard H./Spindler, Gerald: Finanzinvestoren aus ökonomischer und juristischer Perspektive, Schriften der Hans-Böckler-Stiftung, Band 72, Baden-Baden, 2008.
- Schremper, Ralf: Aktienrückkauf und Kapitalmarkt, Bochumer Beiträge zur Unternehmungsführung und Unternehmensforschung, Band 63, Frankfurt a.M., 2002.
- Seifert, Udo: Aktienrückkäufe in Deutschland – Renditeeffekt und tatsächliche Volumina, Wiesbaden, 2006.
- Sendel-Müller, Markus: Behavioral Turnaround-Management, in: Krisen-, Sanierungs- und Insolvenzberatung, 2007, Heft 6, S. 262-267.
- Skinner, Douglas J.: The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. In: Journal of Financial Economics, 2008, Heft 87, S. 582-609.
- Sommer, Ulf (a): Warum die Konzerne ihre Aktien zurückkaufen, in: Handelsblatt vom 02. Juli 2008, S. 12.
- Sommer, Ulf (b): Daimler kauft und kauft und kauft. In: Handelsblatt vom 02. Juli 2008, S. 12.

- Standard & Poor's: S&P 500 Buybacks Set Record of \$589 Billion in 2007, Pressemitteilung vom 07. April, New York, Download unter: <http://www2.standardandpoors.com>, 2008, [02.10.2008].
- Witt, Peter: Corporate Governance. In: Jost, Peter-J. (Hrsg.): Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart, 2001, S. 85-115.
- Wöhe, Günter: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 22., neu bearbeitete Auflage, München, 2005.
- Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen: Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 8. überarbeitete und erweiterte Auflage, München, 1998.

10 Anhang: Übersicht über die Bewertung rückkaufender Unternehmen²³⁵

Unternehmen	Index	Kommentierung	Bewertung
Adidas	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> • Adidas über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramm erstmalig in 2008 (Abschluss im Oktober 2008) • Erworbene Anteile werden bis Ende 2008 eingezogen (Kapitalherabsetzung) 	
Allianz	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> • Die Allianz über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Berichterstattung ist unterdurchschnittlich und wenig transparent • Auf der Unternehmenshomepage wird zum jeweils laufenden Jahr nicht über Rückkäufe berichtet (kein eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“) • Rückkaufprogramme fanden in den Jahren 2006, 2007 und 2008 statt 	
BASF	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> • BASF über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramme fanden in allen Geschäftsjahren der Betrachtungsperiode statt • Erwerbsmotiv: Einzug der erworbenen Anteile zur Kapitalherabsetzung • Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage mit Aufstellung der Rückkäufe seit 2003 	
BMW	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> • BMW über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramme in den Jahren 2005 und 2006, daneben Rückkäufe im Rahmen Mitarbeiterbeteiligungsprogramm über gesamten Betrachtungszeitraum hinweg • Auf der Unternehmenshomepage zwar eigener Punkt „Aktienrückkauf“, der aber wenig aussagekräftig ausfällt 	
Daimler	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> • Rückkaufprogramme nach § 71 Ab. 1 Nr. 8 AktG in den Jahren 2007 und 2008 (nach Trennung von Chrysler) • Daimler vereinigt rund 15 % des gesamten in der Betrachtungsperiode zurückgekauft Volumen auf sich und ist damit vom Volumen her der größte Rückkäufer • Erwerbsmotiv: Optimierung der Kapitalstruktur durch Einzug der eigenen Anteile • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage • Aktienrückkauf vorläufig ausgesetzt 	
Deutsche Bank	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> • Intensive Nutzung von Rückkäufen seit 2002, somit auch über gesamte Betrachtungsperiode hinweg Durchführung von Rückkaufprogrammen • Erwerbsmotive werden nicht klar dargestellt, aufgrund des Verhältnisses Kauf/Verkauf eigener Anteile scheinbar nur Eigenhandel mit gekauften Papieren • Bislang kein Einzug erworbener Eigenanteile • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ seit 2002 auf Unternehmenshomepage 	
Deutsche Börse	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> • In den Geschäftsberichten keine Informationen zu den Ermächtigungen durch die Hauptversammlung • Aktienrückkaufprogramme über den gesamten Betrachtungszeitraum hinweg • Rückkaufvolumen für 2008 auf max. 400 Mio. € beschränkt • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf der Unternehmenshomepage • Rückkäufe erfolgen explizit zur Optimierung der Kapitalstruktur des Unternehmens (Einzug der erworbenen Anteile) 	
Deutsche Telekom	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> • Telekom über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramm einmalig in 2006 • Anschließend Ad-hoc-Mitteilung, dass eigene Anteile eingezogen wurden • Keine spezifischen Informationen zum Rückkauf auf Unternehmenshomepage 	
E.ON	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> • E.ON mit Rückkäufen für das Mitarbeiterbeteiligungsprogramm während der gesamten Betrachtungsperiode • Rückkaufprogramme in 2007 und 2008 mit Erwerbszweck: Optimierung der Kapitalstruktur (Erhöhung der Verschuldung) und Senden eines Signals an den Kapitalmarkt hinsichtlich Unterbewertung der Unternehmensanteile • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
K+S	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> • K+S mit Rückkaufprogrammen während der gesamten Betrachtungsperiode • Rückkäufe in 2008 erfolgen zur Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen • Rückkäufe in 2005 dienen der Optimierung der Kapitalstruktur (= Einzug der erworbenen Anteile) • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage, allerdings wenig strukturierte Darstellung zu bisherigen Rückkäufen 	

235 Zusammensetzung der Indizes per 30. September 2008.

Unternehmen	Index	Kommentierung	Bewertung
Münchner Rück	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> •Münchner Rück über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile •Rückkaufprogramme in 2006, 2007 und 2008 (in 2005 Rückkäufe nur zur Bedienung Mitarbeiterbeteiligungsprogramm) •Erwerbsmotiv: Einzug der Papiere zur Optimierung der Kapitalstruktur •In jedem Geschäftsbericht Informationen zu Rückkäufe + eigener Punkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
RWE	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> •RWE über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile •Rückkaufprogramm erstmalig in 2008 in Höhe von 2,5 Mrd. € •Erwerbsmotiv bzw. Verwendungszweck werden nicht bekannt gegeben •Eigener Punkt „Aktienrückkauf“ zum Programm 2008 auf Unternehmenshomepage 	
SAP	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> •SAP nutzt Instrument „Aktienrückkauf“ intensiv über gesamten Betrachtungszeitraum hinweg •In 2007 Einzug von 23 Mio. Aktien zur Kapitalherabsetzung •Eigener Punkt „Aktienrückkauf“ auf Homepage mit Informationen zu Rückkäufen seit 2003 •Erwerbsmotiv: Einzug der erworbenen Anteile, um überschüssige Liquidität auszuschenken 	
Siemens	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> •Siemens über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile •Rückkaufprogramme seit 2005 zur Bedienung Mitarbeiterbeteiligungsprogramm •Rückkaufprogramm nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG erstmalig in 2008 mit Ziel, bis 2010 Aktien im Wert von 10 Mrd. € zurück zu erwerben, anschließend Einzug zur Kapitalstrukturoptimierung •Eigener Punkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Thyssen Krupp	DAX 30	<ul style="list-style-type: none"> •Nach Rückkauf von 16,9 Mio. Aktien nach § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG wurden diese Papiere am 21.11.2005 komplett wiederveräußert •Rückkaufprogramme in 2006 und 2008 •Erwerbsmotiv: Schaffung von Transaktionswährung und Unterstützung Wachstumsstrategie •Sehr umfangreiche Berichterstattung über die gesetzlich gebotenen Informationen hinaus •Free Float bei ThyssenKrupp seit Beginn der Rückkäufe deutlich gesunken 	

Unternehmen	Index	Kommentierung	Bewertung
Arcandor	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Unternehmen firmierte bis 2006 als KarstadtQuelle; seit 2007: Arcandor • Rückkaufprogramm erstmalig in 2008 • Kein eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage • Im Betrachtungszeitraum wurden eigene Anteile im Rahmen von Unternehmensakquisitionen und als Transaktionswährung eingesetzt 	
Bilfinger Berger	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Bilfinger Berger über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramm erstmalig in 2008 • Rückkaufvolumen auf max. 100 Mio. € beschränkt • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage • Erworbene Anteile werden vorerst gehalten und sollen später als Transaktionswährung Verwendung finden; des Weiteren sieht der Vorstand die Aktie als unterbewertet an und will ein diesbezügliches Signal an Kapitalmarkt senden 	
EADS	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • EADS über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramme über gesamten Betrachtungszeitraum hinweg, aber keine Angabe des Rückkaufvolumens in den Geschäftsberichten ab 2007 • Keine Angabe von Erwerbsmotiven • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Fuchs Petrolub	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Ermächtigungen zum Erwerb eigener Anteile erst seit 2007 • Rückkaufprogramme in 2007 und 2008 • Im Rahmen des in 2008 noch laufenden Rückkaufprogramms sollen bis zu 10 % des Grundkapitals erworben werden; anschließend sollen diese Anteile eingezogen werden (=Kapitalherabsetzung) • Bislang wurden keine eigenen Anteile eingezogen • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
GEA	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Unternehmen firmierte bis 2005 unter mg technologies • GEA über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramm in 2007; erworbene Anteile wurden eingezogen • In 2008 wurden ab Oktober eigene Anteile zurück erworben; mittlerweile wurde Rückkaufprogramm aufgrund der unsicheren Entwicklungen an den Finanzmärkten ausgesetzt • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Heidelberger Druck	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Heidelberger über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramme in 2005, 2006 und 2007 • Erwerbsmotiv: Einzug zur Kapitalherabsetzung oder Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Hochtief	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Hochtief über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramm erstmalig in Oktober 2008 (aber: bereits vorher in 2008 signifikante Rückkäufe in Höhe von 3,5 Mio. € zur Bedienung Mitarbeiterbeteiligungsprogramm) • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Hugo Boss	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Hugo Boss über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramme in 2005, 2006 und 2007 • Erwerbsmotiv: Schaffung von Transaktionswährung • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
KUKA	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • In der Vergangenheit hat sich IWKA/KUKA stets eine Ermächtigung zum Aktienrückkauf von der Hauptversammlung erteilen lassen • Rückkaufprogramm erstmalig in 2008 • Erwerbsmotiv: Verwendung freier Liquidität und Optimierung der Kapitalstruktur • Nach Durchführung des Rückkaufs → Abschalten des Informationspunktes „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage! 	
Lanxess	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Lanxess über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramm lediglich in 2007 • Erwerbsmotiv: Einzug der erworbenen Anteile (Kapitalherabsetzung) zur Steigerung des Gewinns je Aktie (EPS) • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	

Unternehmen	Index	Kommentierung	Bewertung
MLP	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • MLP über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramme über gesamten Betrachtungszeitraum hinweg • Erwerbsmotiv: Ausschüttung an Aktionäre; alle erworbenen Anteile wurden „vernichtet“ • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
MTU	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • MTU über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Aktienrückkaufprogramme seit 2006 • Erwerbsmotiv: Einzug zur Kapitalherabsetzung • Kein eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Pfleiderer	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Pfeleiderer über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramme in 2005, 2007 und 2008 • Erwerbsmotive: Schaffung von Transaktionswährung, Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogramm sowie Wiederveräußerung • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
ProSieben Sat1	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • ProSieben über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramm in 2008 • Erwerbsmotiv: Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogramm • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
PUMA	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Puma über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramme fanden in allen Geschäftsjahren der Betrachtungsperiode statt • Keine Angabe von Erwerbsmotiven; in Vergangenheit aber Einzug der erworbenen Anteile • Kein eigener Informationspunkt „Aktienrückkäufe“ auf Unternehmenshomepage 	
Rheinmetall	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Rheinmetall über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramme fanden in allen Geschäftsjahren der Betrachtungsperiode statt • Kein eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage • Angegebener Verwendungszweck: Ausgabe im Rahmen Mitarbeiterbeteiligungsprogramm • Keine Angabe von weiteren Erwerbsmotiven 	
Salzgitter	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Salzgitter über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramme fanden in 2005, 2007 und 2008 statt • Erwerbsmotive: Einzug zu Sendung eines Signals an den Kapitalmarkt und Ausschüttung an Aktionäre sowie Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogramm • Kein eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Wincor Nixdorf	MDAX	<ul style="list-style-type: none"> • Wincor Nixdorf über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramme fanden seit 2006 statt • Erwerbszweck: Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen • Auf der Homepage eigener Punkt „Aktienrückkauf“ 	

Unternehmen	Index	Kommentierung	Bewertung
Alstria Office Reit	SDAX	<ul style="list-style-type: none"> Alstria über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile Rückkaufprogramme in 2007 und 2008 (im ersten Halbjahr 2008 abgeschlossen) Erwerbsmotiv: Signalisierung bestehender Unterbewertung, Schaffung von Transaktionswährung oder Wiederveräußerung; derzeit noch nicht endgültig über Verwendungszweck entschieden Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Arques Industries	SDAX	<ul style="list-style-type: none"> Arques über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile Rückkaufprogramm lediglich in 2007 Kein eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage Keine Daten zum zurückliegenden Rückkaufprogramm auf Unternehmenshomepage dargestellt; Erwerbsmotive daher unklar 	
Axel Springer	SDAX	<ul style="list-style-type: none"> Axel Springer über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile Rückkaufprogramme in 2007 und 2008 Erwerbsmotive: Optimierung Kapitalstruktur und Sendung Signal an Kapitalmarkt hinsichtlich Unterbewertung Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Deutsche Betellig.	SDAX	<ul style="list-style-type: none"> Dt. Beteiligung über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile Rückkaufprogramme von 2005 bis 2007 Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage Erwerbsmotiv: Einzug der erworbenen Anteile 	
Gerry Weber	SDAX	<ul style="list-style-type: none"> Gerry Weber über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile Rückkaufprogramme in 2005, 2006 und 2008 Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ zum aktuellen Rückkaufprogramm auf Unternehmenshomepage Erwerbsmotive unklar, aber in Vergangenheit u.a. Einzug erworbener Anteile 	
Grammer	SDAX	<ul style="list-style-type: none"> Grammer über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile Rückkaufprogramm einmalig in 2006 (Programm sollte ursprünglich in 2007 fortgesetzt werden, wurde im Dezember 2006 allerdings ausgesetzt) Verwendungszweck der erworbenen Anteile ist noch offen Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Highlight Comm.	SDAX	<ul style="list-style-type: none"> Schweizer Unternehmen mit deutscher Börsennotierung Highlight Communications über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile Rückkaufprogramme fanden über gesamte Betrachtungsperiode hinweg statt Erwerbsmotiv: Schaffung von Akquisitionswährung, Wiederveräußerung an langfristig orientierte Investoren Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Medion	SDAX	<ul style="list-style-type: none"> Medion über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile Rückkaufprogramme in 2007 und 2008 Verwendungszweck der erworbenen Anteile noch offen, aber Einzug zu Kapitalherabsetzung sowie Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogramm sind vorgesehen Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
MPC Münch	SDAX	<ul style="list-style-type: none"> MPC über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile Rückkaufprogramme in 2007 und 2008 Keine Angabe von Erwerbsmotiven Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Wacker Constr.	SDAX	<ul style="list-style-type: none"> Wacker Construction ab 2006 mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile Rückkaufprogramm einmalig in 2006 Erwerbsmotiv: Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsprogramm Kein eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	

Unternehmen	Index	Kommentierung	Bewertung
BB Biotech	Tec DAX	<ul style="list-style-type: none"> • Schweizer Unternehmen mit deutscher Börsennotierung • Rückkäufe fanden über die gesamte Betrachtungsperiode hinweg statt • BB Biotech kauft eigene Anteile hauptsächlich zum Eigenhandel zurück: Hierdurch soll ein Signal hinsichtlich bestehender Unterbewertungen der Aktie an den Kapitalmarkt gesendet werden • Lediglich geringe Berichterstattung zu erfolgten Rückkäufen 	
Centroth. Photo-voltaik	Tec DAX	<ul style="list-style-type: none"> • Centrotherm Photovoltaik erst seit 2008 mit Ermächtigung zum Rückkauf eigener Anteile • Aktienrückkaufprogramm in 2008 • Erwerbsmotiv: Schaffung von Transaktionswährung für bereits im Vorfeld definierte Beteiligungserwerbe • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage 	
Freenet	Tec DAX	<ul style="list-style-type: none"> • Freenet bis 2007 einschließlich mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Seit Hauptversammlung 2008 ohne Beschluss zum Rückkauf eigener Anteile → Hauptversammlung stimmte gegen die beantragte Ermächtigung • Rückkaufprogramm einmalig in 2005; Geschäftsbericht nicht mehr auf Homepage auffindbar → Verwendungszweck der erworbenen Anteile nicht bekannt • Keine historischen Daten zu Rückkauf in 2005 	
Kontron	Tec DAX	<ul style="list-style-type: none"> • Rückkaufprogramme über gesamte Betrachtungsperiode hinweg • Erwerbsmotive: Einzug zur Kapitalherabsetzung sowie Bedienung Mitarbeiterbeteiligungsprogramme • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage mit Daten zu laufenden Rückkaufprogrammen; keine Angabe von historischen Daten 	
Pfeiffer Vacuum	Tec DAX	<ul style="list-style-type: none"> • Rückkaufprogramme in 2006 und 2008 • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage • Anmerkung im Zwischenabschluss Q3/2008, dass sich die erworbenen eigenen Anteile positiv auf den Gewinn je Aktie (EPS) auswirken • Nach dem 3. Quartal 2008 wurde das Rückkaufprogramm ohne Angabe von Gründen gestoppt 	
Rofin Sinar	Tec DAX	<ul style="list-style-type: none"> • US-amerikanische Unternehmung mit deutscher Börsennotierung • Rückkaufprogramme in 2007 und 2008 • Keine Berichterstattung zu Erwerbsmotiven • Insgesamt äußerst dürftige Informationspolitik der Unternehmung zu Aktienrückkäufen • Kein eigener Informationspunkt „Aktienrückkäufe“ auf Unternehmenshomepage 	
Singulus	Tec DAX	<ul style="list-style-type: none"> • Singulus über den gesamten Betrachtungszeitraum mit gesetzlich maximal möglicher Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Anteile • Rückkaufprogramm einmalig in 2005 • Erwerbsmotiv: Einzug der erworbenen Anteile zur Erhöhung des Ergebnis je Aktie (EPS) • Eigener Informationspunkt „Aktienrückkauf“ auf Unternehmenshomepage, der die historischen Daten bereithält 	
United Internet	Tec DAX	<ul style="list-style-type: none"> • Rückkaufprogramme fanden über gesamte Betrachtungsperiode hinweg statt • Eigener Informationspunkt zu „Aktienrückkäufen“; allerdings wenig informativ (z. B. keine Übersicht über historische Rückkaufprogramme) • Keine Angabe von Erwerbsmotiven 	

edition der Hans-Böckler-Stiftung
Bisher erschienene Reihentitel ab Band 210

	Bestellnr.	ISBN	Preis / €
Hermann Groß Betriebs- und Arbeitszeitmanagement in tarifgebundenen und nicht tarifgebundenen Betrieben	13210	978-3-86593-091-0	10,00
Thorsten Ludwig, Jochen Tholen Schiffbau in Europa	13211	978-3-86593-092-1	30,00
Stephan Ricken Verbriefung von Krediten und Forderungen in Deutschland	13213	978-3-86593-094-1	16,00
Judith Aust, Volker Baethge-Kinsky, Till Müller-Schoell, Alexandra Wagner (Hrsg.) Über Hartz hinaus	13214	978-3-86593-096-5	25,00
Oliver Pfirrmann Stand und Perspektiven der Beschäftigung in der Nanotechnologie in Deutschland	13215	978-3-86593-097-2	10,00
Ulrich Zachert Verfahren und Kosten von Betriebsverlagerungen in ausgewählten Europäischen Ländern	13216	978-3-86593-098-9	10,00
Hans-Joachim Voth Transparency and Fairness in The European Capital Market	13217	978-3-86593-099-6	12,00
Klaus Maack, Judith Beile, Stefan Schott, Eckhard Voß Zukunft der Süßwarenindustrie	13218	978-3-86593-100-9	15,00
Wolfgang Schroeder, Dorothea Keudel Strategische Akteure in drei Welten. Die deutschen Gewerkschaften im Spiegel der neueren Forschung	13219	978-3-86593-107-8	12,00
Ralf-Peter Hayen, Manuela Maschke (Hsg.) Boombranche Zeitarbeit – Neue Herausforderungen für betriebliche Akteure	13220	978-3-86593-106-1	10,00
Peter Thomas Ein Bündnis für Arbeit und Umwelt zur integralen energetischen Gebäudemodernisierung	13221	978-3-86593-108-5	15,00
Wolfgang Schroeder Zur Reform der sozialen Selbstverwaltung in der Gesetzlichen Krankenversicherung – Kasseler Konzept	13222	978-3-86593-109-2	12,00
Rolf Dobischat, Marcell Fischell, Anna Rosendahl Auswirkungen der Studienreform durch die Einführung des Bachelorabschlusses auf das Berufsbildungssystems	13223	978-3-86593-110-8	15,00

	Bestellnr.	ISBN	Preis / €
Lutz Bellmann, Alexander Kühl Expansion der Leiharbeit Matthias Kemm, Christian Sandig, Judith Schubert Fallstudien zu Leiharbeit in deutschen Betrieben	13224	978-3-86593-113-9	20,00
Henry Schäfer, Beate Frank Derivate Finanzinstrumente im Jahresabschluss nach HGB und IFRS	13225	978-3-86593-114-6	18,00
Tobias Wolters Leiharbeit – Arbeitnehmer-Überlassungsgesetz (AÜG)	13226	978-3-86593-110-8	15,00
Klaus Löbbecke Die Chemiefaserindustrie am Standort Deutschland	13227	978-3-86593-116-0	30,00
Siegfried Roth Innovationsfähigkeit im globalen Hyperwettbewerb – Zum Bedarf strategischer Neuausrichtung der Automobilzulieferindustrie	13229	978-3-86593-118-4	18,00
Hans-Erich Müller Autozulieferer: Partner auch in der Krise?	13230	978-3-86593-120-7	10,00
Judith Beile, Ina Drescher-Bonny, Klaus Maack Zukunft des Backgewerbes	13231	978-3-86593-121-4	15,00
Ulrich Zachert Demografischer Wandel und Beschäftigungssicherung im Betrieb und Unternehmen	13232	978-3-86593-122-1	12,00
Gerd Busse, Hartmut Seifert Tarifliche und betriebliche Regelungen zur beruflichen Weiterbildung	13233	978-3-86593-123-8	15,00
Wolfgang Böttcher, Heinz-Hermann Krüger Evaluation der Qualität der Promotionskollegs der Hans-Böckler-Stiftung	13234	978-3-86593-124-5	25,00
Winfried Heidemann, Michaela Kuhnhenne (Hrsg.) Zukunft der Berufsausbildung	13235	978-3-86593-125-2	18,00
Werner Voß, Norbert in der Weide Beschäftigungsentwicklung der DAX-30- Unternehmen in den Jahren 2000 – 2006	13236	978-3-86593-126-9	22,00

Ihre Bestellungen senden Sie bitte unter Angabe der Bestellnummern an den Setzkasten oder unter Angabe der ISBN an Ihre Buchhandlung. Ausführliche Informationen zu den einzelnen Bänden können Sie dem aktuellen Gesamtverzeichnis der Buchreihe **edition** entnehmen.

Setzkasten GmbH
Kreuzbergstraße 56
40489 Düsseldorf
Telefax 0211-408 00 90 40
E-Mail mail@setzkasten.de

Über die Hans-Böckler-Stiftung

Die Hans-Böckler-Stiftung ist das Mitbestimmungs-, Forschungs- und Studienförderungswerk des Deutschen Gewerkschaftsbundes. Gegründet wurde sie 1977 aus der Stiftung Mitbestimmung und der Hans-Böckler-Gesellschaft. Die Stiftung wirbt für Mitbestimmung als Gestaltungsprinzip einer demokratischen Gesellschaft und setzt sich dafür ein, die Möglichkeiten der Mitbestimmung zu erweitern.

Mitbestimmungsförderung und -beratung

Die Stiftung informiert und berät Mitglieder von Betriebs- und Personalräten sowie Vertreterinnen und Vertreter von Beschäftigten in Aufsichtsräten. Diese können sich mit Fragen zu Wirtschaft und Recht, Personal- und Sozialwesen oder Aus- und Weiterbildung an die Stiftung wenden. Die Expertinnen und Experten beraten auch, wenn es um neue Techniken oder den betrieblichen Arbeits- und Umweltschutz geht.

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut (WSI)

Das Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Institut (WSI) in der Hans-Böckler-Stiftung forscht zu Themen, die für Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer von Bedeutung sind. Globalisierung, Beschäftigung und institutioneller Wandel, Arbeit, Verteilung und soziale Sicherung sowie Arbeitsbeziehungen und Tarifpolitik sind die Schwerpunkte. Das WSI-Tarifarchiv bietet umfangreiche Dokumentationen und fundierte Auswertungen zu allen Aspekten der Tarifpolitik.

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)

Das Ziel des Instituts für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung ist es, gesamtwirtschaftliche Zusammenhänge zu erforschen und für die wirtschaftspolitische Beratung einzusetzen. Daneben stellt das IMK auf der Basis seiner Forschungs- und Beratungsarbeiten regelmäßig Konjunkturprognosen vor.

Forschungsförderung

Die Stiftung vergibt Forschungsaufträge zu Mitbestimmung, Strukturpolitik, Arbeitsgesellschaft, Öffentlicher Sektor und Sozialstaat. Im Mittelpunkt stehen Themen, die für Beschäftigte von Interesse sind.

Studienförderung

Als zweitgrößtes Studienförderungswerk der Bundesrepublik trägt die Stiftung dazu bei, soziale Ungleichheit im Bildungswesen zu überwinden. Sie fördert gewerkschaftlich und gesellschaftspolitisch engagierte Studierende und Promovierende mit Stipendien, Bildungsangeboten und der Vermittlung von Praktika. Insbesondere unterstützt sie Absolventinnen und Absolventen des zweiten Bildungsweges.

Öffentlichkeitsarbeit

Mit dem 14tägig erscheinenden Infodienst „Böckler Impuls“ begleitet die Stiftung die aktuellen politischen Debatten in den Themenfeldern Arbeit, Wirtschaft und Soziales. Das Magazin „Mitbestimmung“ und die „WSI-Mitteilungen“ informieren monatlich über Themen aus Arbeitswelt und Wissenschaft. Mit der Homepage www.boeckler.de bietet die Stiftung einen schnellen Zugang zu ihren Veranstaltungen, Publikationen, Beratungsangeboten und Forschungsergebnissen.

Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39 Telefon: 02 11/77 78-0
40476 Düsseldorf Telefax: 02 11/77 78-225



www.boeckler.de

**Hans Böckler
Stiftung**

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

