

REPORT

Mitbestimmungsreport Nr. 39, 3.2018

AKTIENRÜCKKÄUFE IM LICHT DER CORPORATE GOVERNANCE

Auswirkungen und Behandlung im Konzernabschluss am Beispiel der Adidas Group

Markus Sendel-Müller und Marion Weckes

AUF EINEN BLICK

- Neben ihrer Bedeutung im Rahmen der Ausschüttungspolitik können Aktienrückkäufe auch zur Gestaltung der Gesellschafterstruktur eingesetzt werden.
- Vor diesem Hintergrund können Aktienrückkäufe die Umsetzung von Corporate Governance-Standards im Unternehmen beeinflussen.
- Der Aufsichtsrat sollte sich daher kritisch mit Rückkaufprogrammen und ihren Auswirkungen auf die rückkaufende Gesellschaft beschäftigen.
- Der Konzernabschluss sowie ihn ergänzende Finanzpublikationen stellen für den Aufsichtsrat wesentliche Informationsquellen zu den Auswirkungen von Aktienrückkäufen dar. Sie werden im Rahmen dieser Ausarbeitung einer näheren Betrachtung unterzogen.

1	Einleitung – 2	7	Fallbeispiel Adidas Group – 13
2	Corporate Governance und die Rolle des Aufsichtsrats – 3	7.1	Aktienrückkaufprogramm Adidas Group 2008 – 13
3	Begriff und Bedeutung von Aktienrückkäufen – 4	7.2	Shareholder Return Program (Aktienrückkäufe ab 2014) – 15
4	Motive für Rückkaufprogramme aus Sicht der Corporate Governance – 6	7.3	Berichtete Verwendungszwecke – 16
5	Corporate Governance Principles zweier ausgewählter Investmentgesellschaften – 9	7.4	Finanzierungsbefugnisse – 17
6	Informationsquellen zu Aktienrückkaufprogrammen in Geschäftsberichten – 9	8	Fazit – 17
6.1	Allgemeine Abbildung von Aktienrückkäufen in Geschäftsberichten – 9		Literatur – 20
6.2	Die Abbildung des Aktienrückkaufprogramms im Geschäftsbericht der Adidas Group – 11		Impressum – 21

1 EINLEITUNG

Der Erwerb eigener Anteile durch die emittierende Gesellschaft an der Börse (Aktienrückkauf) stellt seit vielen Jahren ein beliebtes Instrument zur Ausschüttung an die Anteilseigner dar. So verwendeten beispielsweise die 449 Unternehmen, die von 2003 bis 2012 im amerikanischen Börsenindex Standard & Poors 500 (S&P 500)¹ notiert waren, in diesem Zeitraum 54 % ihrer Gewinne für den Rückkauf ihrer eigenen Aktien, während im selben Zeitraum nur 37 % der Unternehmensgewinne in Form von Dividenden ausgeschüttet wurden.² Es zeigt sich somit, dass in den USA Ausschüttungen an die Aktionäre vorwiegend über Aktienrückkäufe stattfinden. In Deutschland hingegen dominiert weiterhin die Ausschüttung in Form von Dividenden, auch wenn Aktienrückkaufprogramme in ihrer Bedeutung hierzulande zugenommen haben.³

Der Trend zur verstärkten Nutzung des Instruments Aktienrückkauf in Deutschland kann allerdings auch kritisch gesehen werden. Kritiker in den USA befürchten beispielsweise, dass hohe Ausschüttungen über Aktienrückkäufe neben Dividenden den Unternehmen notwendige Liquidität für Investitionsprojek-

te entziehen und somit langfristig die Wettbewerbsfähigkeit leiden könnte.⁴ Diese Bedenken sind aus Sicht einer guten und nachhaltigen Unternehmensführung und -kontrolle (Corporate Governance) nachvollziehbar. Außerdem verfügt der Vorstand nach erfolgtem Hauptversammlungsbeschluss bzw. Aufsichtsratsbeschluss hinsichtlich des Zeitpunkts sowie des Verwendungszwecks im Regelfall über Ermessensspielräume. Von der Nutzung dieser wiederum hängt es ab, ob die angekündigten Ziele, die mit dem Aktienrückkauf verbunden sind, auch tatsächlich erreicht werden.



DEFINITION Aktienrückkauf

Eine Aktiengesellschaft erwirbt eigene Anteilscheine von den Anteilseignern wieder zurück. In Deutschland dürfen Aktiengesellschaften auf der Grundlage eines entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses bis zu 10 % ihres Grundkapitals von den Aktionären zurück erwerben.

¹ Der amerikanische Börsenindex S&P 500 umfasst die 500 größten (nach Marktkapitalisierung) börsennotierten Unternehmen der USA.

² Lazonick 2014, S. 70.

³ Sendel-Müller 2009, S. 13.

⁴ Lazonick 2014, S. 70; Kipp 2014, S. 1445.

Der Vorstand verfügt demnach über einen Handlungsspielraum bei der konkreten Umsetzung eines Rückkaufprogramms. Angesichts dessen wird im Folgenden der Erwerb eigener Anteile unter dem Blickwinkel der Corporate Governance und damit einer an Nachhaltigkeit ausgerichteten Unternehmensführung betrachtet. Die Adidas Group mit Hauptsitz im fränkischen Herzogenaurach hat zwischen dem vierten Quartal 2014 und dem ersten Quartal 2017 zum zweiten Mal in der Unternehmensgeschichte ein Aktienrückkaufprogramm gestartet. Daher dient sie als Beispiel aus jüngster Vergangenheit, um die Abläufe und Wirkungsweisen zu verdeutlichen. Insbesondere wird dabei der Geschäftsbericht⁵ des Unternehmens analysiert, da dieser die wesentliche Informationsquelle für den Aktienmarkt, die Beschäftigten und andere Stakeholder darstellt.



Aktienrückkäufe in den USA

Aktienrückkäufe stellen vor allem in den USA ein bedeutendes Ausschüttungsinstrument dar. Allerdings mehren sich auch dort kritische Stimmen. Diese befürchten, dass die ausgeschütteten Mittel den Unternehmen langfristig zum Erhalt ihrer Wettbewerbsfähigkeit fehlen.

2 CORPORATE GOVERNANCE UND DIE ROLLE DES AUFSICHTSRATS

In den vergangenen Jahrzehnten gab es weltweit eine Reihe spektakulärer Unternehmenszusammenbrüche sowie Bilanzskandale. Als Reaktion hierauf wurde international unter dem Schlagwort Corporate Governance eine intensive Diskussion über die Schaffung von Mechanismen, die derartige Auswüchse künftig vermeiden sollen, geführt.⁶ Den Ausgangspunkt bildete die Prinzipal-Agenten-Theorie. Sie besagt, dass ein Auftragnehmer (Agent) im Regelfall versuchen wird, seine eigene Vermögensposition zulasten seines Auftraggebers (Prinzipal) zu verbessern. Ein solches Auftragnehmer-Auftraggeber-Verhältnis findet sich typischerweise auch im Verhältnis zwischen Aktionären (Auftraggeber) und angestelltem Management (Auftragnehmer) in der Rechtsform der Aktiengesellschaft wieder. Damit besteht latent die Gefahr, dass einzelne Vorstandsmitglieder oder der gesamte Vorstand in Aktiengesellschaften versuchen, ihre eigene



Corporate Governance

Hierunter werden Vorschriften, Empfehlungen aber auch freiwillige Maßnahmen verstanden, die zu einer auf den langfristigen Erfolg ausgerichteten Unternehmensführung und -überwachung beitragen.

Position zulasten des Aktionärsvermögens oder anderer Stakeholder zu verbessern.

In Deutschland mündete die Diskussion um eine gute und nachhaltige Unternehmensführung schließlich in einem Regelwerk, das als Deutscher Corporate Governance-Kodex (DCGK) bekannt ist. Der Kodex enthält neben Hinweisen auf gesetzliche Verpflichtungen, vielfältige Empfehlungen zu national und international anerkannten Standards einer effizienten Unternehmensführung und -überwachung. Er stellt jedoch kein verbindliches Gesetzeswerk dar. Von den darin enthaltenen Empfehlungen kann abgewichen werden. Allerdings nur unter der Bedingung, dass parallel in einer Entsprechenserklärung auf die jeweiligen Abweichungen hingewiesen wird.⁷ Im Jahr 2002 wurde der Kodex erstmalig im elektronischen Bundesanzeiger veröffentlicht und gilt seitdem für börsennotierte Unternehmen. Die Einhaltung des Kodex wird auch für nicht börsennotierte Gesellschaften empfohlen. Der DCGK wird jährlich auf Veränderungs- oder Ergänzungsbedarfe durch eine von der Regierung eingesetzte Kommission überprüft.⁸

Im Rahmen der Corporate Governance-Umsetzung kommt dem Aufsichtsrat einer Gesellschaft im Aktiengesetz und im Kodex eine besondere Bedeutung zu. Um die Probleme, die sich aus der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Vorstand und Gesellschaft



LINK

Die jeweils aktuelle Version des Deutschen Corporate Governance-Kodex finden Sie im Internet unter www.corporate-governance-code.de.

⁵ Hierbei stehen der Konzernabschluss und -lagebericht als wesentliche Elemente der externen Rechnungslegung im Fokus der Betrachtung.

⁶ Welge/Eulerich 2012, S.1.

⁷ Das Aktiengesetz schreibt in § 161 AktG vor, dass Vorstand und Aufsichtsrat einer börsennotierten Gesellschaft jährlich erklären müssen, ob den Empfehlungen des Kodex entsprochen wurde bzw. welche Empfehlungen aus welchen Gründen nicht angewendet wurden. Diese Erklärung muss auf der Internetseite der Gesellschaft dauerhaft öffentlich zugänglich gemacht werden. Die Verpflichtung, Abweichungen von den Kodexregelungen und -empfehlungen zu begründen, wird auch als Comply-or-Explain-Regel bezeichnet.

⁸ Die aktuelle Version datiert vom 7. Februar 2017.

tern ergeben, zu überwinden, sieht der Gesetzgeber in § 111 Abs. 1 AktG ein den Vorstand überwachendes Organ vor: den Aufsichtsrat. Der DCGK konkretisiert die Aufgabenstellung des Aufsichtsrats, indem er ihm neben einer kontrollierenden auch eine beratende Rolle gegenüber dem Vorstand empfiehlt.⁹ Betont wird zudem, dass der Aufsichtsrat – analog dem Vorstand – dem Unternehmensinteresse verbunden ist, definiert als Belange der Aktionäre, der Arbeitnehmer und der sonstigen Stakeholder mit dem Ziel einer nachhaltigen Wertschöpfung.



Stakeholder

Unter dem Begriff Stakeholder werden sämtliche Gruppierungen zusammengefasst, die gegenüber einem Unternehmen Ansprüche formulieren. Dies sind zum einen interne Stakeholder-Gruppierungen wie z.B. die Mitarbeiter (Arbeitsbedingungen), aber auch externe Anspruchsgruppen wie z.B. die Öffentlichkeit (Steuerzahlungen, Umweltverschmutzung etc.) oder auch die Gesellschafter eines Unternehmens (Dividendenausschüttungen).

Neben seiner kontrollierenden und beratenden Tätigkeit hat der Aufsichtsrat den Vorstand zu bestellen, den Jahresabschluss gemeinsam mit dem Vorstand festzustellen¹⁰ sowie den Jahresabschluss beziehungsweise den Konzernabschluss zu prüfen. In der vorliegenden Ausarbeitung ist dabei vor allem die nach § 171 Abs. 1 AktG vorgesehene Prüfung des Konzernabschlusses sowie des ihn ergänzenden Konzernlageberichts von Interesse. Die Besonderheit des Konzernabschlusses besteht darin, dass in ihm die einzelnen rechtlich selbständigen Gesellschaften derart zusammengefasst werden, als würde es sich um eine Einheit handeln. Da es aber keine rechtliche Einheit „Konzern“ gibt¹¹, dient der Konzernabschluss nur der Informationsvermittlung; es können folglich auch keine Ansprüche gegenüber dem Unternehmen aus ihm abgeleitet werden. Somit ist der Konzernabschluss vom Aufsichtsrat auch nicht festzustellen, sondern lediglich zu billigen.¹²

Dennoch zählt die Prüfung des Konzernabschlusses zu einer der Schwerpunkte der Aufsichtsrats-tätigkeit. Denn der Aufsichtsrat hat nicht nur auf die formale Richtigkeit des Abschlusses zu achten, sondern er prüft auch die Zweckmäßigkeit der Rechnungsle-

gung.¹³ So hat er insbesondere darauf zu achten, dass der Konzernabschluss die tatsächliche Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Konzerns wiedergibt. Denn nur dann unterstützt der Konzernabschluss die Umsetzung einer guten Corporate Governance. Sollte jedoch die Unternehmensleitung einen bilanzpolitisch stark eingefärbten Konzernabschluss erstellen, kann dieser seine Informationsfunktion nicht mehr uneingeschränkt erfüllen. Hieraus ergibt sich zwischen Corporate Governance-Umsetzung und Rechnungslegung ein Spannungsverhältnis, in dem sich auch der Aufsichtsrat wiederfindet.¹⁴ Damit ist der Konzernabschluss und -lagebericht auch hinsichtlich der Berichterstattung zu Aktienrückkaufprogrammen durch den Aufsichtsrat kritisch zu prüfen. Vor diesem Hintergrund erscheint es angebracht, das Instrument Aktienrückkauf und dessen Berichterstattung unter dem Gesichtspunkt einer guten Corporate Governance im Konzernabschluss zu beleuchten.



Lagebericht

Der Lagebericht ist kein Bestandteil des Jahresabschlusses, sondern ein eigenständiges Informationsinstrument. Im Rahmen von Geschäftsberichten wird daher der Konzernlagebericht oftmals vor dem Konzernabschluss aufgeführt. Des Weiteren wird der Konzernabschluss häufig farblich (z.B. durch eine abweichende Hintergrundfarbe) vom restlichen Geschäftsbericht abgegrenzt (vgl. Sendel-Müller 2009, S. 38).

3 BEGRIFF UND BEDEUTUNG VON AKTIENRÜCKKÄUFEN

Bei einem Aktienrückkauf kauft eine Aktiengesellschaft eigene Anteilsscheine von den Aktionären wieder zurück. Da aus den zurückgekauften Aktien keine Rechte entstehen und sich das freie Handelsvolumen verringert, erhöht sich automatisch der Gewinn je Aktie. Weil der Gewinn eines Geschäftsjahres auf weniger Aktien verteilt wird, lässt sich im Regelfall auch ein Kursanstieg beobachten. Diesen Kursgewinn kann der Aktionär entweder durch Verkauf seiner Anteile realisieren oder aber er behält seine Aktien weiterhin. Somit stellt ein Rückkauf neben der Dividendenausschüttung eine weitere Möglichkeit dar, Liquidität an die Aktionäre einer Gesellschaft auszuschütten.

⁹ DCGK, Ziffer 5.1.1 (i. d. Fassung v. 7.2.2017).

¹⁰ Es sei denn, die Feststellung des Jahresabschlusses wurde an die Hauptversammlung übertragen.

¹¹ Bieg/Kußmaul/Waschbusch 2012, S. 386.

¹² Köstler/Müller/Sick 2013, S. 397.

¹³ Ebd., S. 392.

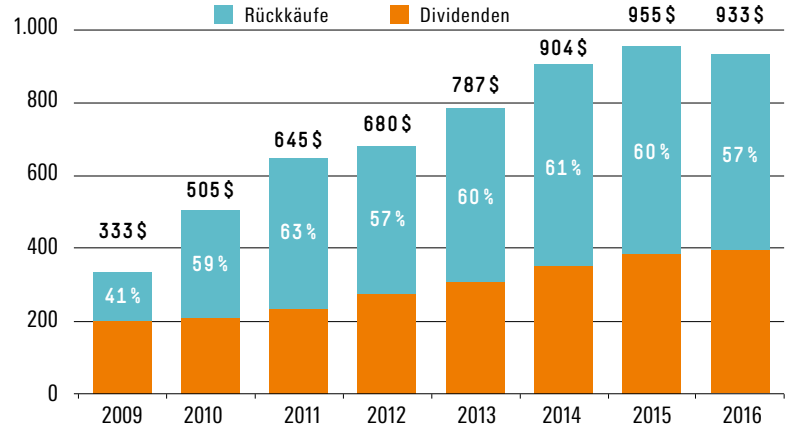
¹⁴ Zum Spannungsverhältnis zwischen Rechnungslegung und Corporate Governance vgl. Waschbusch/Sendel-Müller 2015, S. 167 ff.

Weltweit haben Aktienrückkäufe eine zunehmende Bedeutung im Rahmen der Ausschüttungspolitik von Unternehmen gewonnen. Dennoch bevorzugen die Gesellschaften in Europa weiterhin eine Ausschüttung über Dividenden.¹⁵ In den USA hingegen stellen Aktienrückkäufe das bedeutendere Ausschüttungsinstrument dar, wie es **Abbildung 1** verdeutlicht.

Auch in Deutschland konnte bis Ende 2008 eine zunehmende Bedeutung des Instruments Aktienrückkauf festgestellt werden, bei gleichzeitiger *Dominanz der Ausschüttung über Dividenden*.¹⁶ Im Zuge der Ereignisse der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007 und der Folgejahre¹⁷ kann jedoch festgestellt werden, dass sich nach 2008 das Volumen der Rückkäufe in Deutschland bis zum heutigen Tag massiv verringert hat, während die Dividendenausschüttungen nur einen geringen Einbruch zu verzeichnen hatten und heute wieder nahezu das Niveau von 2008 erreicht haben.¹⁸

Entwicklung von Aktienrückkäufen und Dividendenausschüttungen am Beispiel des S&P 500

in Mrd. US-\$



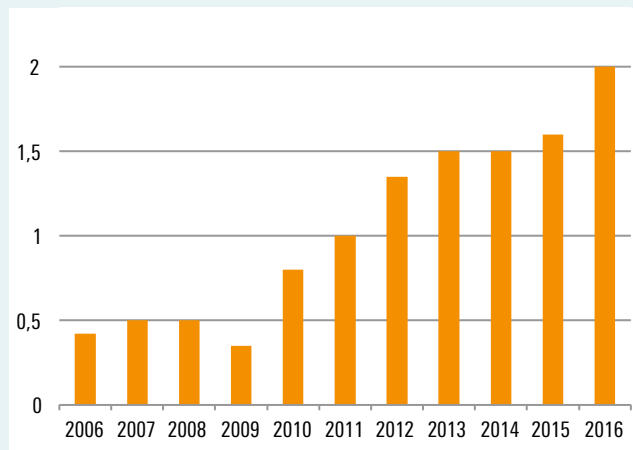
Quelle: Eigene Darstellung unter Verwendung der Daten von S&P Dow Jones Indices, https://eu.spindices.com/documents/additional-material/sp-500-buyback.xlsx?force_download=true

Hans Böckler
Stiftung



ADIDAS

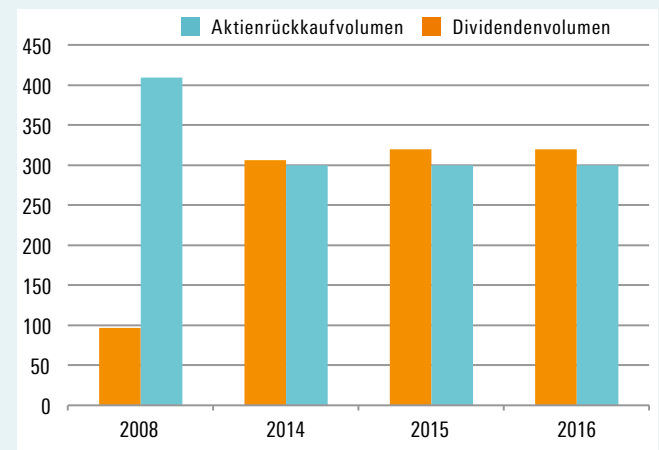
Bei der Adidas AG haben die Dividendenzahlungen (fast) kontinuierlich zugenommen:



Dividendenzahlungen in Euro zwischen 2006–2016

Quelle: Eigene Darstellung

Die €-Volumina der zurückgekauften Aktien lagen zuletzt nahe bei der Gesamtausschüttung über Dividenden. Im ersten Aktienrückkaufprogramm war das Aktienvolumen in € allerdings viermal so hoch:



Aktienrückkauf- und Dividendenvolumen in Mio. € für die Jahre, in denen ein Aktienrückkauf stattgefunden hat

Quelle: Eigene Darstellung

¹⁵ Kipp 2014, S. 1445.

¹⁶ Sendel-Müller 2009, S. 13.

¹⁷ An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass die Autoren nicht davon ausgehen, dass die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Jahre 2007 bis 2009 beschränkt war. Vielmehr zeigen sich die Auswirkungen in der Unternehmenslandschaft bis heute, bei vielen Konzernen etwa in Form weiterhin hoher Verschuldungsgrade trotz erfolgreicher konjunktureller Erholung.

¹⁸ Bösch/Ude 2014, S. 33.



LINK

Regelmäßige Informationen zum Rückkauf- und Ausschüttungsverhalten der Unternehmen im Aktienindex S&P 500 finden sich unter www.spindices.com



§ 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG

(1) Die Gesellschaft darf eigene Aktien nur erwerben,
[...]

7. wenn sie ein Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut oder Finanzunternehmen ist, aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung zum Zwecke des Wertpapierhandels. Der Beschluss muss bestimmen, dass der Handelsbestand der zu diesem Zweck zu erwerbenden Aktien fünf vom Hundert des Grundkapitals am Ende jeden Tages nicht übersteigen darf; er muss den niedrigsten und höchsten Gegenwert festlegen. Die Ermächtigung darf höchstens fünf Jahre gelten.

Beim Erwerb eigener Anteile ist vor allem § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG von Bedeutung.¹⁹ Im Gegensatz zu den gesetzlich erlaubten Erwerbszwecken nach § 71 Abs. 1 Nr. 1–7 AktG ermöglicht Nr. 8 den Erwerb eigener Anteile ohne vorgegebene Zweckbestimmung. Diese Vorschrift ermöglicht es, dass der Vorstand einer Aktiengesellschaft auf Basis einer Ermächtigung der Hauptversammlung dazu legitimiert werden kann, bis zu 10 % des Grundkapitals zurückzukaufen – ohne vorher bekannt zu geben, wie später der Aktienbestand verwendet werden soll. Die Ermächtigung gilt dabei für maximal fünf Jahre²⁰. Des Weiteren werden in ihr das maximale und das minimale Rückkaufvolumen festgelegt.

Die *Finanzierung derartiger Rückkaufprogramme* kann über vorhandene freie finanzielle Mittel erfolgen oder durch eine Kreditaufnahme beispielsweise durch die Ausgabe von Unternehmensanleihen (Leveraged Buy Back), was aufgrund des extrem niedrigen Zinsniveaus der letzten Jahre häufig zu beobachten ist.²¹

Der Erwerb eigener Anteile wird zunehmend auch zur Gestaltung der Unternehmenspolitik von Vorständen genutzt. Problematisch ist jedoch: Die durch Rückkäufe ausgeschüttete Liquidität steht dem Unternehmen nicht mehr zur Verfügung, um beispielsweise Investitionen zu tätigen oder einer konjunkturell bedingten Krise zu trotzen. Dauerhaft kann sich hierdurch das Aktionärsvermögen verringern, teils nur zugunsten kurzfristiger Zielsetzungen des Managements. Damit wird der langfristig orientierte Investor gegenüber dem kurzfristig investierten Spe-

kulanten eindeutig benachteiligt, wie der US-amerikanische Wirtschaftswissenschaftler Rappaport schon 2005 kritisch anmerkte.²² Aktienrückkäufe sind somit aus Sicht der Corporate Governance auf ihre Sinnhaftigkeit zu hinterfragen und werden mittlerweile aufgrund der oftmals nur kurzfristigen Ausrichtung zur Steigerung des Gewinns je Aktie in den USA deutlich kritisiert.²³



ADIDAS

„Der Rückerwerb wird ausschließlich aus dem Free Cashflow des Konzerns finanziert.“

Geschäftsbericht 2007, S. 117

4 MOTIVE FÜR RÜCKKAUFPROGRAMME AUS SICHT DER CORPORATE GOVERNANCE

Die Gründe, warum Unternehmen ihre eigenen Anteile zurückkaufen, sind vielfältig. Sie lassen sich grundsätzlich danach unterteilen, ob sie eher als Bestandteil der Finanzierungspolitik einer Gesellschaft aufzufassen sind oder vom Vorstand genutzt werden, um die Gesellschafterstruktur zu beeinflussen.

Im Rahmen der Finanzierungspolitik dienen Rückkäufe häufig dazu, dem Kapitalmarkt ein Signal zu senden, dass die Aktien der Gesellschaft unter ihrem tatsächlichen Wert gehandelt werden. Des Weiteren kann ein Motiv darin liegen, den Aktionären überschüssige Liquidität zufließen zu lassen. Dies könnte zwar auch über eine Sonderdividende geschehen. Bei dieser besteht aber stets das Risiko, dass die Aktionäre zukünftig dauerhaft Dividendenzahlungen auf einem höheren Niveau erwarten. Die Ausschüttung über Rückkäufe unterstreicht hingegen, dass es sich lediglich um eine einmalige Sonderzahlung handeln soll.²⁴ Ebenfalls kann durch ein Aktienrückkaufprogramm bewusst der Leverage-Effekt zur Optimierung der Kapitalstruktur eingesetzt werden. Hierbei wird durch den Tausch von relativ teurem Eigenkapital in relativ günstiges Fremdkapital (derzeit beflügelt durch eine andauernde weltweite Niedrigzinsphase) die für Investoren wichtige Kennzahl Eigenkapitalrendite gesteig-

¹⁹ Der § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG wurde 1998 durch das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) neu eingefügt.

²⁰ Bis September 2009 war eine Ermächtigung nur für 18 Monate möglich. Im Zuge der Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie von 2009 in deutsches Recht wurde der § 71 AktG geändert.

²¹ Sendel-Müller/Weckes 2013, S. 3.

²² Rappaport 2005, S. 70. Der US-Wirtschaftswissenschaftler wurde vor allem durch sein Werk „Creating Shareholder Value“ (1986) international bekannt und gilt als einer der Mitbegründer des (von ihm als langfristig postulierten) Shareholder Value-Ansatzes.

²³ Zur kritischen Auseinandersetzung mit dem Instrument Aktienrückkauf vgl. Lazonick 2014, S. 68 ff.

²⁴ Bösch/Ude 2014, S. 13 f.; Sendel-Müller 2009, S. 60.

gert. Allerdings funktioniert der Effekt nur solange, wie die Gesamtkapitalrendite den Zinssatz für im Unternehmen eingesetztes Fremdkapital übersteigt.²⁵ Eine ähnliche Stoßrichtung wie der Leverage-Effekt verfolgt das Motiv der Kurspflege. Durch den Rückkauf eigener Anteile taucht die Gesellschaft zunächst als zusätzlicher Nachfrager auf, was den Kurs der an der Börse gehandelten Anteile erhöht. Die Kurssteigerungen wiederum sollen kritische Aktionärsstimmen besänftigen.



Leverage-Effekt

Hierunter versteht man den funktionalen Zusammenhang zwischen der Eigenkapitalrendite und der Verschuldung eines Unternehmens. Die grundlegende Regel hierbei lautet: Solange die Gesamtkapitalrendite über dem zu zahlenden Zinssatz für Fremdkapital liegt, erhöht eine zusätzliche Kreditaufnahme oder Reduktion des Eigenkapitals die Eigenkapitalrendite. Durch den Rückkauf eigener Anteile verringert sich ebenfalls das Eigenkapital, was bewusst zur Steigerung der Eigenkapitalrendite eingesetzt werden kann (vgl. Bieg/Kußmaul/Waschbusch 2016, S. 467 ff.).

Ein weiterer Aspekt kann darin liegen, dass Ausschüttungen über Aktienrückkäufe als Veräußerungsgewinne beim Aktionär steuerlich anders behandelt werden als Ausschüttungen über Dividenden. Dieser Punkt spielt für in Deutschland lebende Aktionäre (zumindest derzeit) keine Rolle, da empfangene Dividenden und Veräußerungsgewinne steuerlich identisch behandelt werden. Allerdings zeigt eine Analyse der *Aktionärsstruktur* nach Regionen²⁶, dass lediglich knapp 20 % der Investoren aus Deutschland kommen.



ADIDAS

2007: 11% der Investoren kommen aus Deutschland

Geschäftsbericht 2007, S. 38

2016: 8% der Investoren kommen aus Deutschland

Geschäftsbericht 2016, S. 44

Neben diesen eher finanzierungspolitischen Gründen, kann der Erwerb eigener Anteile auch bewusst dazu eingesetzt werden, um die Gesellschafterstruktur zu gestalten. Zunächst können die zurückgekauften Anteile im Rahmen von Unternehmenskäufen als Transaktionswährung eingesetzt werden. Die Anteilseigner des aufgekauften Unternehmens erhalten dann keine Barmittel, sondern Anteilsscheine der kaufenden Gesellschaft. Des Weiteren können die eigenen Anteile dazu eingesetzt werden, um Aktienoptionsprogramme für die Belegschaft zu bedienen. Ebenfalls können Ansprüche aus sonstigen Kapitaltiteln (z.B. Ansprüche von Investoren in Wandelanleihen) mithilfe eigener Anteile befriedigt werden. Ein weiteres Einsatzfeld finden Aktienrückkäufe bei dem Versuch, feindliche Übernahmen zu verhindern oder zumindest zu erschweren. Zum einen können Vorstände versuchen, über ein Rückkaufprogramm den Börsenwert der Gesellschaft im Rahmen der Kurspflege zu erhöhen, um damit auf Unternehmensübernahmen spezialisierte Investoren (z.B. Hedgefonds) abzuschrecken. Diese sind auf der Suche nach aus ihrer Sicht unterbewerteten Unternehmen, um sie aufzukaufen und später mit Gewinn wieder zu veräußern. Oftmals werden dabei die aufgekauften Unternehmen im Rahmen einer feindlichen Übernahme zerschlagen. Zum anderen kann über Aktienrückkäufe eine erhöhte Transparenz hinsichtlich der Zusammensetzung der Gesellschafterstruktur geschaffen werden. Da nach § 71b AktG aus den zurückgekauften Aktien keinerlei Rechte entstehen, werden sie bilanziell wie eingezogene Anteile behandelt. Hierdurch verringert sich die Anzahl der gehandelten Papiere und der prozentuale Anteil einzelner Aktionäre am Grundkapital der Gesellschaft steigt an. Dieser Umstand kann gezielt dazu eingesetzt werden, um bei bislang der Gesellschaft unbekannten Investoren *Meldepflichten* auszulösen. So müssen Anteilseigner, die mehr als drei Prozent der Anteile an einer Gesellschaft halten, eine entsprechende Pflichtmitteilung veröffentlichen. Auf diese Weise können Vorstände versuchen, bereits frühzeitig Kenntnis über einen geplanten feindlichen Übernahmeversuch zu erhalten, um entsprechende Abwehrstrategien zu entwickeln.

Vor allem die beiden zuletzt genannten Erwerbsmotive sind aus Corporate-Governance-Sicht problematisch: Die Abwehr feindlicher Übernahmeversuche kann dazu dienen, die Machtposition des bisherigen



ADIDAS

„Wir beabsichtigen, die überschüssigen Mittel ... größtenteils in den Rückkauf ... zu investieren. Damit unterstützen wir die weitere Verbesserung des Ergebnisses je Aktie...“

Geschäftsbericht 2007, S. 124

²⁵ Hinsichtlich eines umfangreichen Beispiels zur Funktionsweise des Leverage-Effekts vgl. Waschbusch et al. 2014, S. 144 ff.

²⁶ Ipreo Ltd./DIRK 2017, Folie 8.

Managements zu sichern oder im weiteren Verlauf einer Übernahmeschlacht die Abfindungen der aktuellen Vorstände zu erhöhen. In beiden Fällen würde der Vorstand die Gelder der Aktionäre einsetzen, um seine eigene Vermögensposition zu verbessern.

Als häufigste *Erwerbsmotive* eigener Anteile werden in Deutschland ihr Einsatz als Akquisitionswährung bei Unternehmensübernahmen, die Ausschüttung überschüssiger Liquidität an die Anteilseigner sowie die Signalisierung einer Unterbewertung an

den Kapitalmarkt genannt.²⁷ Unabhängig von den vor dem Erwerb genannten Motiven nutzen die DAX 30-Konzerne, die das Rückkaufverhalten hierzulande dominieren, die erworbenen Anteile allerdings überwiegend zur Kapitalherabsetzung durch Einzug.²⁸ (Siehe **Abbildung 2**)

²⁷ Bösch/Ude 2014, S. 38.

²⁸ Sendel-Müller 2009, S. 105.

Abbildung 2

Erwerbsmotive bei Aktienrückkäufen

Aktienrückkäufe als Bestandteil der Finanzierungspolitik

- Signal der Unternehmensleitung, dass die Aktien des Unternehmens als unter Wert gehandelt angesehen werden
- Ausschüttung überschüssiger Liquidität an die Anteilseigner
- Optimierung der Kapitalstruktur: Senkung der Kapitalkosten durch Ausnutzung des Leverage-Effekts zur Steigerung des Gewinns je Aktie
- Bewusste Beeinflussung der Börsenbewertung im Rahmen der Kurspflege
- Steuerliche Vorteile für den Aktionär, wenn die Ausschüttung über Aktienrückkäufe (= Kursgewinne) geringer versteuert werden als erhaltene Dividendenausschüttungen

Aktienrückkäufe zur Beeinflussung der Anteilseignerstruktur

- Einsatz der zurückgekauften Anteile als Transaktionswährung im Rahmen von Unternehmensübernahmen
- Bedienung von Aktienoptionsprogrammen für die Belegschaft
- Bedienung von Ansprüchen aus sonstigen Kapitaltiteln, z. B. der Ansprüche von Investoren in Wandelanleihen
- Versuch der Abwehr feindlicher Übernahmen durch Kurssteigerungen
- Bewusste Reduzierung des Aktionärskreises, z. B. um eine erhöhte Transparenz über den aktuellen Gesellschafterkreis zu erhalten

Quelle: Sendel-Müller 2009, S. 55 (stark modifiziert entnommen).

Hans Böckler
Stiftung 



ADIDAS

Die Adidas AG hat durch ihre eigenen Aktienrückkäufe im Jahr 2015 sich selbst melden müssen, weil sie die Meldeschwelle von 3 % überschritten hatten (9.4.2015: 3,00%).

Geschäftsbericht 2015, S. 223

Dies war erneut der Fall im Jahr 2016. Auch hier überschritt die Adidas AG die Meldeschwelle von 3 % (9.4.2015: 3,002%).

Geschäftsbericht 2016, S. 176



LITERATURTIPP

Um einen grundlegenden Überblick über die Techniken der Unternehmensfinanzierung zu erhalten empfiehlt sich die Lektüre von Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd (2016): Finanzierung, 3. Aufl., München.

5 CORPORATE GOVERNANCE PRINCIPLES ZWEIER AUSGEWÄHLTER INVESTMENTGESELLSCHAFTEN

Der britische Vermögensverwalter *Hermes Investment Management* zählt gemessen am verwalteten Volumen zu einem der größten seiner Branche.²⁹ Die Gesellschaft stellt an sich selbst hohe Ansprüche und versteht sich als „asset manager with a difference“. Ihr Ziel ist es „to help people invest better, retire better and create a better society for all“. Hermes kann damit eine eher langfristig orientierte Anlagestrategie unterstellt werden.

In ihren Corporate Governance Principles³⁰ finden sich zu Aktienrückkaufprogrammen jedoch keine konkreten Aussagen. Auf Nachfrage bestätigt die Gesellschaft jedoch, dass intern sehr wohl darauf geachtet wird, ob ein Hauptversammlungsbeschluss zu Aktienrückkaufprogrammen vorliegt. Hermes erachtet hierbei einen Bewilligungszeitraum, der nicht über 18 Monate geht, als angemessen. Somit wird weiterhin der bis 2009 maximal mögliche Ermächtigungszeitraum als Referenzpunkt herangezogen. Die aktuell möglichen Ermächtigungen zu Aktienrückkäufen über fünf Jahre werden jedoch als zu lange erachtet. Zudem darf die Anzahl der zurückgekauften Aktien nicht 10% des ausstehenden Kapitals übersteigen. Dies wiederum entspricht den maximalen Vorgaben des deutschen Gesetzgebers.

Die deutsche *Union Investment* gehört ebenfalls zu einer der größten Vermögensverwaltungsgesellschaften, mit einem genossenschaftlichen Ursprung. Ihr Selbstverständnis ist das eines aktiven, langfristig orientierten Investors, der internationale Nachhaltigkeitsstandards erfüllt und seine Geschäftstätigkeit auf dieser Basis kontinuierlich weiterentwickelt.³¹ In der Proxy Voting Policy des Unternehmens findet sich das Thema explizit wieder: „Sollte ein Unternehmen keine geeigneten Investitionsmöglichkeiten finden [...], so bevorzugt Union Investment Dividenden gegenüber Aktienrückkäufen. Union Investment wird daher Aktienrückkaufprogramme [...] grundsätzlich

nicht unterstützen.“³² Ingo Speich, Portfoliomanager bei Union Investment, formuliert dies noch schärfer: „Wir lehnen Aktienrückkäufe grundsätzlich ab.“ Er begründet dies damit, dass Rückkäufe aus freien liquiden Mitteln nur dann möglich seien, wenn ertragreiche Unternehmensjahre vorangegangen sind. Dann allerdings werde der Aktienkurs tendenziell so hoch sein, dass der Erwerb eigener Aktien nur zu einem unverhältnismäßig hohen Preis möglich ist. Die Dividende sei in dieser Situation der bessere Weg, Liquidität an die Aktionäre auszuschütten. Ebenfalls sinnvoll erscheine es, die vorhandene Liquidität unternehmensintern einer anderen Verwendung zuzuführen. Zudem seien Rückkäufe auch als Indiz dafür anzusehen, dass keine guten Investitionsprojekte in Aussicht sind – mit einer einzigen Ausnahme: dem Rückkauf zur ausschließlichen Verwendung als Mitarbeiteraktien. Dabei setze Union Investment aber voraus, dass der vollständige Rückkauf dazu verwendet und dies klar in der externen Unternehmenskommunikation formuliert wird.

Somit ist festzustellen, dass es durchaus auch institutionelle Investoren gibt, die dem Instrument Aktienrückkauf aufgrund ihrer langfristig ausgerichteten Anlagestrategie kritisch gegenüberstehen. Die Argumentation von Rapport (vgl. Kap. 3) wird hierdurch unterstützt.

6 INFORMATIONQUELLEN ZU AKTIENRÜCKKAUFPROGRAMMEN IN GESCHÄFTSBERICHTEN

6.1 Allgemeine Abbildung von Aktienrückkäufen in Geschäftsberichten

Der Aufsichtsrat wird im Regelfall durch den Vorstand einer Gesellschaft über geplante Rückkaufprogramme und einen möglichen Hauptversammlungsbeschluss hierzu informiert. Für andere externe Bilanzadressaten stellen der Geschäftsbericht, Ad-hoc-Veröffentlichungen sowie die Homepage des Unternehmens die wesentlichen Informationsquellen zu Aktienrückkäufen dar. Diese Quellen sind aber auch für den Aufsichtsrat hinsichtlich der Einschätzung bereits durchgeführter Aktienrückkäufe und ihrer Außendarstellung von großer Bedeutung.

Hat ein Aktienrückkaufprogramm stattgefunden, finden sich im Geschäftsbericht an drei Stellen Informationen dazu, wie **Abbildung 3** im Überblick zeigt.

Zu Beginn des jeweiligen Geschäftsberichts³³ findet sich der *Bericht des Aufsichtsrats*, in dem erste

29 Vgl. Liste „The top 400 asset managers“ veröffentlicht im Magazin Investment Pensions Europe, S. 23 ff., 2016 – auch unter <https://www.ipe.com/Uploads/j/t/t/Top-400-2016.pdf> [23.1.2018] abrufbar oder vgl. IPE Real Estate Top 100 Investment Management Survey 2016 <https://realestate.ipe.com/investment-ipe-real-estate-top-100-investment-management-survey-2016/realestate.ipe.com/investment-ipe-real-estate-top-100-investment-management-survey-2016/10016313.fullarticle> [11.1.2018].

30 Die Corporate Governance Principles December 2016 können angefordert werden bei Hermes Investment Management.

31 Unter <https://unternehmen.union-investment.de/startseite-unternehmen/nachhaltigkeit/nachhaltige-unternehmensfuhrung.html> findet sich die Richtlinie zum Abstimmungsverhalten von Union Investment (Proxy Voting Policy) [23.1.2018]

32 https://unternehmen.union-investment.de/dms/Startseite/Nachhaltigkeit/NH_Unternehmensfuhrung/Proxy_Voting_Policy_deut_170815/Richtlinie%20zum%20Abstimmungsverhalten%20%28Proxy%20Voting%20Policy%29.pdf [20.9.2017], Seite 3.

33 Zur Darstellung von Aktienrückkäufen im Geschäftsbericht vgl. Sendel-Müller 2009, S. 37 ff.

Informationsquellen zu Aktienrückkäufen im Geschäftsbericht börsennotierter Gesellschaften

Geschäftsbericht		
Bericht des Aufsichtsrats	Konzernlagebericht	Konzernjahresabschluss
– insgesamt	<ul style="list-style-type: none"> – „Unsere Aktie“ – Angaben nach § 315 Abs. 4 HGB und § 289 Abs. 4 HGB → Befugnisse des Vorstands hinsichtlich Aktienrückkäufe 	<ul style="list-style-type: none"> – Konzernbilanz → keine eigenständige Position „Eigene Anteile“ – Konzerneigenkapitalveränderungsrechnung → Veränderung des Eigenkapitals – Konzernkapitalflussrechnung → Liquiditätszufluss/-abfluss im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit – Konzernanhang: Auf Anteilseigner entfallendes Kapital → Informationen zum Rück-erwerb eigener Anteile

Quelle: Eigene Darstellung.

Hans Böckler
Stiftung 

Informationen zu durchgeführten Rückkäufen in Kurzform enthalten sein können.

Weitere Informationen finden sich im *Konzernlagebericht*, der den Konzernabschluss ergänzt. Bei allen börsennotierten Gesellschaften findet sich zudem der Berichtspunkt *Informationen zur Aktie*, ein Bestandteil des Konzernlageberichts. An dieser Stelle wird umfangreich über den Kursverlauf der Anteilsscheine berichtet.

Auch der *Konzernabschluss* selbst enthält mehrere Stellen, die Informationen zu Aktienrückkäufen enthalten. Der Ausweis eigener Anteile im Konzernabschluss wird dabei in IAS 1.79 (a) (vi) und IAS 32 geregelt. Die Bestände an eigenen Anteilen sind vom Eigenkapital abzuziehen (IAS 32.33 und IAS 32.AG36). Somit herrscht für eigene Anteile nach International Financial Reporting Standards (IFRS³⁴) ein Aktivierungsverbot; sie stellen keinen Vermögensgegenstand dar. Es kommt beim Rückkauf damit zu einer Bilanzverkürzung und einer entsprechenden Änderung

vieler Kennzahlen. Der Ausweis eigener Anteile kann gemäß IAS 1 79 (a) (vi) in der Bilanz, in der Eigenkapitalveränderungsrechnung oder im Anhang erfolgen.³⁵ Der Mittelabfluss im Rahmen des Aktienrückkaufs ist nach IAS 7 17 (b) im *Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit* auszuweisen.

Da jedoch die Rechnungslegungsstandards zur Berichterstattung über Aktienrückkäufe im Jahresabschluss lediglich vage Angaben hinsichtlich Umfang und vor allem Qualität machen, kann die Berichterstattung Intransparenzen aufweisen. Für die Bilanzadressaten entstehen somit signifikante Kosten der Informationssuche und/oder -beschaffung, was gleichzeitig zu einem Problem in der Corporate Governance-Umsetzung führen kann.³⁶



Nach Artikel 4 der Verordnung Nr. 1606/2002/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards vom 19.7.2002, müssen seit 1.1.2005 in Deutschland kapitalmarktorientierte Gesellschaften ihren Konzernabschluss nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellen.

³⁴ Die IFRS werden seit 1973 mit der Zielsetzung geschaffen und weiterentwickelt, weltweit vergleichbare Jahresabschlüsse zu ermöglichen. Der Träger der IFRS ist die International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF) mit dem International Accounting Standards Board (IASB) als normengebendem Organ. Vor einer Neustrukturierung im Jahr 2001 hieß die Gesamtorganisation International Accounting Standards Committee (IASC). Die vom IASC entwickelten Rechnungslegungsstandards wurden als International Accounting Standards (IAS) veröffentlicht. Die ab dem Jahr 2001 vom IASB verabschiedeten Rechnungslegungsnormen änderten ihre Bezeichnung in IFRS, um die vorgenommene Neustrukturierung auch in der Außendarstellung zu verdeutlichen. Die bis zum Jahr 2001 veröffentlichten Normen behielten die Bezeichnung IAS bei und bleiben solange gültig, bis sie durch einen neuen IFRS ersetzt werden. Vgl. Waschbusch/Sendel-Müller 2015, S. 56.

³⁵ Coenenberg/Haller/Schultze 2016, S. 377.

³⁶ Sendel-Müller 2009, S. 42.

6.2 Die Abbildung des Aktienrückkaufprogramms im Geschäftsbericht der Adidas Group

Im Folgenden werden die Geschäftsberichte der Adidas Group aus den Jahren 2014 und 2015 einer näheren Betrachtung zur Berichterstattung über Aktienrückkäufe unterzogen. Diese beiden Geschäftsberichte bieten sich an, da sie die beiden ersten Rückkauftranchen des Shareholder Return Programs enthalten.

Im *Bericht des Aufsichtsrates* der Adidas Group wird in den Geschäftsberichten 2014 und 2015 darauf hingewiesen, dass auf Basis der Ermächtigung der Hauptversammlung vom 8.5.2014 im Jahr 2014 eine erste Tranche des Rückkaufprogramms in Höhe von maximal 300 Mio. €³⁷ und im Jahr 2015 eine zweite Tranche in derselben Höhe³⁸ genehmigt wurden.

Die wesentlichen Informationen, z. B. über die Rahmenbedingungen des Rückkaufprogramms, finden sich jedoch im *Konzernlagebericht*. So werden bei Adidas die Laufzeit des Rückkaufzeitraums für die erste und zweite Tranche sowie das erworbene Volumen in Euro und Stücken aufgeführt. Des Weiteren wird der insgesamt am Grundkapital erworbene Anteil genannt. Insbesondere unter den Punkten „Bilanz und Kapitalflussrechnung“ sowie „Treasury“ finden sich Hinweise, dass die Nettofinanzverbindlichkeiten des Unternehmens beispielsweise 2015 angestiegen sind. Als Begründung wird hierfür die Verwendung liquider Mittel zum Rückkauf eigener Anteile genannt.³⁹ Ob ohne neue Schuldenaufnahme ein Aktienrückkaufprogramm hätte durchgeführt werden können, wird nicht beantwortet. Ein weiterer Teil der Berichterstattung im Lagebericht, der Informationen zum Rückkaufprogramm enthält, ist in den Angaben zur Geschäftsentwicklung des Konzerns zu finden (Angaben nach § 315 Abs. 4 HGB und § 289 Abs. 4 HGB). Allerdings ist dieser Punkt bei der Adidas Group sehr allgemein gehalten und enthält kaum verwertbare Informationen.⁴⁰

Bei Adidas hat sich der Vorstand bezüglich des Wahlrechts (vgl. Kap. 6.1) dafür entschieden, eine Angabe im Anhang zu machen. Somit ist die Abzugssposition der eigenen Anteile vom Eigenkapital nicht aus der Passivseite der Bilanz ersichtlich.⁴¹ Die Eigenkapitalveränderungsrechnung enthält hingegen eine genaue Aufteilung des gesamten Rückkaufvolumens für die Jahre 2014 und 2015. Im Jahr 2014 entsprachen 5 Mio. € dem Anteil am Grundkapital der Gesellschaft, während die restlichen 295 Mio. € von den Gewinnrücklagen in Abzug zu bringen sind.⁴² Für das Jahr 2015 werden 4 Mio. € dem Grundkapital zugerechnet und 297 Mio. € von den Gewinnrücklagen abgezogen.⁴³ Im Rahmen der Kapitalflussrechnung wird

nochmals deutlich, dass 2014 insgesamt 300 Mio. € und 2015 insgesamt 301 Mio. € an liquiden Mitteln für den Rückkauf eigener Anteile aufgewendet wurden.⁴⁴

Der Mittelabfluss im Rahmen des Aktienrückkaufs wird im *Cashflow aus der Finanzierungstätigkeit* ausgewiesen. Des Weiteren finden sich im *Konzernanhang* bei den Erläuterungen zum auf Anteilseigner entfallenden Kapital einige Informationen zum Aktienrückkaufprogramm. Auf diesen Erläuterungsteil im Anhang wird bereits in der Konzernbilanz, der Eigenkapitalveränderungsrechnung sowie der Kapitalflussrechnung hingewiesen. Neben eher allgemeinen Informationen zur Ermächtigung zum Erwerb eigener Anteile findet sich an dieser Stelle auch der Hinweis, dass die erworbenen Anteile zur Einziehung oder wahlweise zur Befriedigung von Investoren in einer der beiden Wandelanleihen verwendet werden sollen. Des Weiteren wird darauf hingewiesen, dass der Vorstand beabsichtige, das Rückkaufprogramm künftig weiterzuführen. Abschließend findet sich an dieser Stelle ein Verweis auf die erforderlichen Angaben nach § 315 Abs. 4 HGB und § 289 Abs. 4 HGB im Lagebericht des Geschäftsberichts.⁴⁵ **Abbildung 4** zeigt die Fundstellen in den Geschäftsberichten der Adidas Group für die Jahre 2014 und 2015 im Überblick.



Wandelanleihen

Bei Wandelanleihen erhält der Investor das Recht, die Anleihe innerhalb einer bestimmten Frist in einem festgelegten Verhältnis in Aktien der emittierenden Gesellschaft umzutauschen. In dem Umfang, in dem der Anleihegläubiger von seinem Umsatzrecht Gebrauch macht, hört die Anleihe auf zu existieren (vgl. Bieg/Kußmaul/Waschbusch 2016, S. 266).

Insgesamt ist festzustellen, dass in den Geschäftsberichten 2014 und 2015 der Adidas Group alle Pflichtangaben zu Aktienrückkäufen gemacht werden. Allerdings bedeutet dies nicht automatisch einen hohen Grad an Transparenz in der Berichterstattung. Die von den IFRS, aber auch vom deutschen Gesetzgeber vorgeschriebenen Informationen zum Erwerb eigener Anteile im Konzernabschluss sind insgesamt eher vage gehalten. Hierdurch entstehen für den Abschlussersteller deutliche Gestaltungsspielräume hinsichtlich des Umfangs und der Qualität seiner Berichterstattung über Aktienrückkäufe. Vor diesem Hintergrund hat der Abschlussersteller die Möglichkeit, über die Pflichtangaben hinausgehende

³⁷ Geschäftsbericht Adidas Group 2014, S. 42.

³⁸ Geschäftsbericht Adidas Group 2015, S. 50.

³⁹ Geschäftsbericht Adidas Group 2015, S. 123 und S. 127.

⁴⁰ Geschäftsbericht Adidas Group 2014, S. 134; Geschäftsbericht Adidas Group 2015, S. 136 f.

⁴¹ Geschäftsbericht Adidas Group 2014, S. 189.

⁴² Geschäftsbericht Adidas Group 2014, S. 192 f.

⁴³ Geschäftsbericht Adidas Group 2015, S. 186 f.

⁴⁴ Geschäftsbericht Adidas Group 2014, S. 194; Geschäftsbericht Adidas Group 2015, S. 188.

⁴⁵ Geschäftsbericht Adidas Group 2014, S. 223.

Informationen zur Verfügung zu stellen. So könnte beispielsweise ein Verweis auf frühere Aktienrückkaufprogramme erfolgen oder aber es könnten detailliertere Aussagen zum Erwerbsmotiv gemacht

werden. Insgesamt kann hieraus gefolgert werden: Die Bereitstellung von Informationen zum Aktienrückkaufprogramm bei der Adidas Group kann nur als durchschnittlich bezeichnet werden.

Abbildung 4

Fundstellen zu Aktienrückkäufen in den Geschäftsberichten 2014 und 2015 der Adidas Group

Geschäftsbericht 2014		
Bericht des Aufsichtsrats	Konzernlagebericht	Konzernjahresabschluss
– (S. 14 – 19) → Hinweis auf 1. Tranche des Aktienrückkaufprogramms	– „Unsere Aktie“ (S. 38–43) → Hinweise auf die Initiierung eines „Shareholder Return Program“ – Angaben nach § 315 Abs. 4 HGB und § 289 Abs. 4 HGB: Befugnisse des Vorstands hinsichtlich Aktienrückkauf (S. 134–135) → Beschreibung der Eckpunkte des Aktienrückkaufprogramms	– Konzernbilanz (S. 189) → keine eigenständige Position „Eigene Anteile“ – Konzerneigenkapitalveränderungsrechnung (S. 192–193) → Reduktion Eigenkapital um 300 Mio. € – Konzernkapitalflussrechnung (S. 194) → Liquiditätsabfluss in Höhe von 300 Mio. € im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit – Konzernanhang, Punkt 26: Auf Anteilseigner entfallendes Kapital (S. 221–225) → Informationen zum Rückerwerb eigener Anteile

Geschäftsbericht 2015		
Bericht des Aufsichtsrats	Konzernlagebericht	Konzernjahresabschluss
– (S. 20–27) → Hinweis auf 2. Tranche des Aktienrückkaufprogramms	– „Unsere Aktie“ (S. 46–51) → Hinweise auf die Fortsetzung des Shareholder Return Program – „Unser Finanzjahr“ → Unter den Punkten „Bilanz- und Kapitalflussrechnung“ (S. 119–123) sowie „Treasury“ (S. 124–129) erfolgt der Hinweis, auf eine Zunahme der Nettofinanzverbindlichkeiten; hauptsächlich aufgrund des in 2015 erfolgten Aktienrückkaufs – Angaben nach § 315 Abs. 4 HGB und § 289 Abs. 4 HGB: Befugnisse des Vorstands hinsichtlich Aktienrückkauf (S. 134–137) → Beschreibung der Eckpunkte des Aktienrückkaufprogramms	– Konzernbilanz (S. 183) → keine eigenständige Position „Eigene Anteile“ – Konzerneigenkapitalveränderungsrechnung (S. 186–187) → weitere Reduktion des Eigenkapital um 301 Mio. € – Konzernkapitalflussrechnung (S. 188) → Liquiditätsabfluss in Höhe von 301 Mio. € im Cashflow aus Finanzierungstätigkeit – Konzernanhang, Punkt 26: Auf Anteilseigner entfallendes Kapital (S. 220–224) → Informationen zum Rückerwerb eigener Anteile

Damit die bisherigen Ausführungen plastischer werden, erfolgt im Anschluss eine detaillierte Betrachtung der Geschäftsberichte 2008 sowie 2014–2016 der Adidas Group unter dem Gesichtspunkt Aktienrückkäufe.

Der nach dem US-amerikanischen Unternehmen Nike weltweit zweitgrößte Sportartikelhersteller bietet sich als Fallbeispiel an, denn: In der Wirtschaftspresse finden sich mehrere Hinweise darauf, dass die Unternehmensleitung von Adidas vor allem aus Corporate Governance-Sicht kritischen Gründen ein Rückkaufprogramm aufgelegt hat. Es wird gemutmaßt, dass der Vorstand vor allem zur Absicherung seiner eigenen Machtposition in den Jahren 2014 und 2015 ein Rückkaufprogramm gestartet hat. So wird zum einen in der Wirtschaftspresse vermutet, dass mithilfe des Aktienrückkaufprogramms vor allem der Aktienkurs des Unternehmens gestützt werden soll, um enttäuschte Aktionäre zu besänftigen.⁴⁶ Andere Stimmen gehen davon aus, dass der Erwerb eigener Anteile Bestandteil einer Abwehrstrategie gegen aktivistische Investoren wie beispielsweise Hedgefonds darstellt.⁴⁷

Ein Indiz, das für die These der Machtabsicherung des Vorstands spricht: Adidas zeigte in der Vergangenheit keine regelmäßige Rückkaufsaktivität, sondern erwarb – außer im Jahr 2014/2015 – nur ein einziges Mal im Jahr 2008 eigene Anteile.⁴⁸ Dabei deuten der Umfang sowie der Ablauf des Rückkaufprogramms 2014/2015 darauf hin, dass für den Vorstand des Unternehmens Rückkäufe kein integraler Bestandteil der Finanzierungspolitik darstellen, wie es offensichtlich bei Unternehmen mit regelmäßigen Rückkäufen der Fall ist (z. B. Deutsche Bank AG, Deutsche Börse AG oder SAP AG).

Bevor das aktuelle Aktienrückkaufprogramm 2014/2015 der Adidas Group näher betrachtet wird, erfolgt eine Darstellung der Aktienrückkäufe des Unternehmens im Jahr 2008.⁴⁹ Insbesondere die bilanzielle Darstellung sowie die beobachtbaren kursrelevanten Veränderungen aufgrund des Rückkaufprogramms sollen hierbei beleuchtet werden. Durch den direkten Vergleich beider Rückkaufprogramme wird auch nochmals die These verstärkt, dass das aktuelle Aktienrückkaufprogramm der Adidas Group eine weitreichendere Zielsetzung hat als das Programm aus dem Jahr 2008.

7.1 Aktienrückkaufprogramm Adidas Group 2008

Ablauf

Die Hauptversammlung der Adidas AG ermächtigte im Mai 2007 den Vorstand, zu jedem zulässigen Zweck Aktien bis zu 10% des Grundkapitals

Ablauf Aktienrückkaufprogramm 2008 der Adidas Group

2007: 10.5.2007

- **Ermächtigung** der Hauptversammlung zum Rückerwerb eigener Anteile
- Ermächtigung wurde in 2007 nicht genutzt

2008: 30.1. – 2.5.2008

- **1. Rückkauf** von 5.511.023 Aktien
- Gesamtvolumen ca. 230 Mio. €/Preis je Aktie: 41,73 €
- entspricht ca. 2,71% des Grundkapitals
- Unterbrechung des Rückkaufprogramms nach dem 02.05.2008

8.5.2008

- **Ermächtigung** der Hauptversammlung zum Rückerwerb eigener Anteile

21.5. – 22.10.2008

- **2. Rückkauf** von 4.671.225 Aktien
- Gesamtvolumen ca. 180 Mio. €/Preis je Aktie: 38,41 €
- entspricht ca. 2,29% des Grundkapitals

2.7.2008

- **Einzug** von 5.511.023 Aktien unter Herabsetzung des Grundkapitals

22.10.2008

- **Beendigung** des Aktienrückkaufprogramms

15.12.2008

- Einzug von 4.671.225 Aktien unter Herabsetzung des Grundkapitals

Quelle: Eigene Darstellung nach Informationen auf der Unternehmenshomepage, Geschäftsbericht Adidas Group 2008.

Hans Böckler
Stiftung

zurückzuerwerben. Die Frist hierfür lief bis November 2008. Der Aufsichtsrat beschloss am 29.01.2008, den Rückkauf durchzuführen, und beschränkte ihn zugleich auf bis zu 5% des Grundkapitals.

Im Anschluss erfolgten zwei Rückkauf-Zeiträume.⁵⁰ Zwischen Januar und Mai 2008 wurden für ca. 230 Mio. € Aktien zurückerworben. Nach der Hauptversammlung 2008⁵¹, bei der erneut eine Ermächtigung beschlossen wurde, erfolgte der zweite Rückkauf. Hierbei wurden für ca. 180 Mio. € Aktien zurück-erworben – insgesamt 5% des Grundkapitals. Noch im Jahr 2008 wurden sämtliche erworbenen Aktien eingezogen. Den Ablauf des gesamten Aktienrückkaufprogramms zeigt **Abbildung 5** in chronologischer Reihenfolge.

Reaktion des Kapitalmarktes

Über das gesamte Jahr 2008 hinweg war der Aktienkurs der Adidas Group stark volatil. Das Aktienrückkaufprogramm erzeugte keinen nachhaltigen Kursanstieg. Im Gegenteil: Trotz des Rückkaufs halbierte

⁴⁶ Backhaus 2014, S. 17.

⁴⁷ Hage 2015, S. 12; Hage/Palan 2015, S. 23.

⁴⁸ Bösch/Ude 2014, S. IX–XI.

⁴⁹ Dieses Rückkaufprogramm wurde durch die Ermächtigung der Hauptversammlung am 10.5.2007 ermöglicht.

⁵⁰ Einzelabschluss der Adidas AG 2008, S. 16 ff.

⁵¹ HV-Beschluss vom 8.5.2008: Die Hauptversammlung der Adidas AG ermächtigt den Vorstand, bis zum 7.11.2009 eigene Aktien bis zu 10% des zum Zeitpunkt der Beschlussfassung bestehenden Grundkapitals zu jedem zulässigen Zweck zu erwerben.

sich der Aktienkurs über das Jahr hinweg. Mitte 2008, nach Einzug der ersten 5,5 Mio. zurückgeworbenen Aktien, erholte sich der Kurs kurzzeitig. Bis zum Jahresende sackte er allerdings auf ein Jahres-Rekordtief von knapp über 20 €/Aktie ab. Nach der zweiten Einzugsranchen in Höhe der restlichen 4,6 Mio. Aktien aus dem Rückkaufprogramm, stabilisierte sich der Aktienkurs auf einem Niveau von ca. 26 €/Aktie, wie **Abbildung 6** verdeutlicht.

Veränderung der Aktionärsstruktur

Aktienrückkäufe können dazu führen, dass sich die *Aktionärsstruktur* einer Gesellschaft deutlich verändert – auch dann, wenn die zurückgeworbenen Anteile noch gar nicht eingezogen wurden, da erworbene, nicht eingezogene Aktien als bereits eingezogen behandelt werden.

Am 2.7.2008 zog die Adidas Group 5,5 Mio. eigene Aktien unter Herabsetzung des Grundkapitals ein. Damit verringerte sich das Grundkapital von 203,6 Mio. € um 5,5 Mio. € auf 198,1 Mio. €. Am 15.12.2008 erfolgte der Einzug der übrigen 4,6 Mio. zurückgekauften Anteilsscheine unter Herabsetzung des Grundkapitals. Hierdurch verringerte sich das Grundkapital der Gesellschaft erneut um 4,6 Mio. € auf 193,5 Mio. €. ⁵² Letztlich hielt die Adidas Group nach Einzug aller erworbenen Aktien im Februar 2009 keine eigenen Anteile mehr.

Dem Geschäftsbericht 2008 ⁵³ können die meldepflichtigen Schwellenunterschreitungen und -überschreitungen ⁵⁴ entnommen werden, die auch in **Abbildung 7** dargestellt sind. Sie zeigen jedoch, dass durch die eingezogenen Aktien keine wesentlichen Änderungen erfolgt sind. Die Stimmrechtsanteile veränderten sich nur im Nachkommabereich.



ADIDAS

Es ist nicht unüblich, dass Vorstandsmitglieder und Aufsichtsräte dazu verpflichtet sind, Aktien des Unternehmens zu halten. Die damit verbundenen Transaktionen sind verpflichtend offenzulegen. Dies kann bei Überschreiten bestimmter Meldeschwellen ergänzend dazu führen, dass diese als Gremium oder auch als Einzelperson im jeweiligen Geschäftsbericht genannt werden müssen.

Geschäftsbericht 2008, S.28: Vorstand hält weniger als 1%, der Aufsichtsrat 2,38% der Aktien.

Geschäftsbericht 2015, S.50 und 2016, S.44: Vorstand und Aufsichtsrat halten zusammen unter 1% der Aktien.

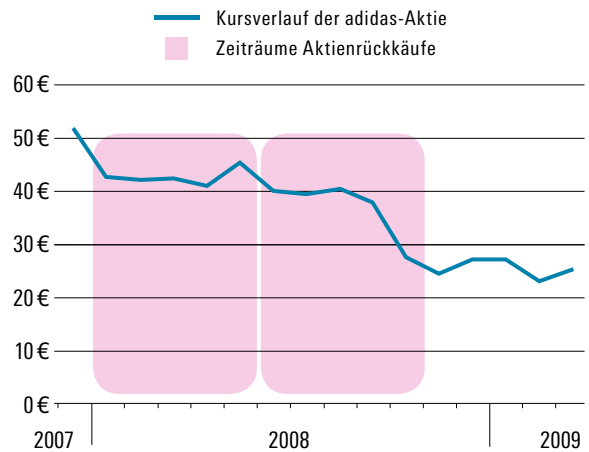
⁵² Einzelabschluss der Adidas AG 2008, S.17.

⁵³ Geschäftsbericht der Adidas Group 2008, S.178 ff.

⁵⁴ Die meldepflichtigen Schwellenwerte können nachgelesen werden im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) § 21 oder in der Übersicht der BaFin unter https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Transparenzpflichten/BedeutendeStimmrechtsanteile/bedeutendestimmrechtsanteile_node.html [15.1.2018].

Abbildung 6

Kursentwicklung der Adidas-Aktie Dezember 2007 bis März 2009 (jeweils zum Monatsschlusskurs) und Aktienrückkaufprogramm 2008



Quelle: Eigene Darstellung nach Informationen auf der Unternehmenshomepage der Adidas Group.

Hans Böckler Stiftung

Abbildung 7

Stimmrechtsmitteilungen Adidas AG 2008/2009

2008: 30.1. - 2.5.2008

1. Rückkauf von 5,511 Mio. Aktien

21.5. - 22.10.2008

2. Rückkauf von 4,671 Mio. Aktien

Zum 30.9.2008

- Invesco Ltd, Atlanta, Georgia, USA, <3% (2,98%)
- IVZ Callco Inc., Toronto, Canada <3% (2,98%)
- AIM Canada Holdings Inc. Toronto, Canada <3% (2,98%)
- Invesco Inc., Toronto, Canada <3% (2,98%)
- Invesco Holdings Company Ltd, London, UK <3% (2,98%)
- AIM Funds Management Inc., Toronto, Canada <3% (2,98%)

2009: MIT SCHREIBEN VOM 5.1.2009:

- Capital Research and Management Company, L.A., USA, >5% (5,01%)

MIT SCHREIBEN VOM 15.12.2008

- FMR LLC, Boston, Massachusetts, USA, >3% (3,08%)

MIT SCHREIBEN VOM 19.1.2009

- Euro Pacific Growth Fund, L.A., USA, >3% (3,11%)

MIT SCHREIBEN VOM 3.2.2009

- Bank of New York Mellon Corporation, N.Y., USA, >3% (3,05%)

Quelle: Eigene Darstellung nach Informationen aus dem Geschäftsbericht 2008 der Adidas Group.

Hans Böckler Stiftung

7.2 Shareholder Return Program (Aktienrückkäufe ab 2014)

Seit dem Jahr 2007 ließ sich der Vorstand der Adidas Group stetig durch die Hauptversammlung dazu legitimieren, Aktienrückkaufprogramme in bestimmten Umfängen durchzuführen. Davon machte er im Jahr 2008 erstmalig Gebrauch. Anschließend wurde erst wieder am 1.10.2014 erneut ein Aktienrückkaufprogramm angekündigt. Das mehrjährige sogenannte „Shareholder Return Program“⁵⁵ wurde mit einem Volumen bis zu 1,5 Mrd. € geplant. Dabei sollten maximal 10 % des Grundkapitals in den kommenden Jahren zurückerworben werden.⁵⁶

Ablauf

Bereits zwei Wochen nach Ankündigung des „Shareholder Return Program“ wurde die erste Rückkauf-Tranche bekanntgegeben. Innerhalb dieser wurden zwischen dem 7.11. und 12.12.2014 ca. 4,9 Mio. Aktien (2,34 % des Grundkapitals) für 300 Mio. € zurück gekauft. Der Durchschnittspreis betrug 61,36 €/Aktie.⁵⁷ (Siehe **Abbildung 8**)

Die zweite Tranche wurde zwischen dem 5.3. und 15.6.2015 erworben. Wiederum wurden für 300 Mio. € ca. 4,1 Mio. Aktien zurückerworben. Dies entsprach 1,97 % des Grundkapitals. Der durchschnittliche Preis lag bei 72,65 €/Aktie.⁵⁸ Insgesamt wurde in beiden Tranchen 4,31 % des Grundkapitals zurückgekauft.

Mehr als ein Jahr später, zwischen dem 7.11.2016 und dem 31.1.2017 erfolgte der Kauf der dritten Tranche. Zu einem durchschnittlichen Preis von 140,96 €/Aktie wurden erneut 300 Mio. € für den Rückkauf aufgewandt. Dabei wurden 1,02 % des Grundkapitals zurückerworben.⁵⁹ Dem Geschäftsbericht 2016 ist zu entnehmen, dass damit ca. 60 % des Shareholder Return Program abgeschlossen sind. Folglich sind auch zukünftig weitere Rückkäufe der Adidas Group zu erwarten.

Reaktion des Kapitalmarktes

Die Rückkäufe des aktuellen „Shareholder Return Program“ zeigen ein gänzlich anderes Bild als noch die Käufe während des Rückkaufprogramms 2008. Auffällig ist zunächst, dass das Shareholder Return Program eine wesentlich längere Laufzeit aufweist und nicht innerhalb eines Geschäftsjahres komplett abgewickelt wurde. Vielmehr sind jetzt Rückkaufaktivitäten der Adidas Group über einen Zeitraum von vier Jahren zu beobachten. Dabei fällt auf, dass der Erwerb der 1. Tranche vom 7.11.2014 bis 12.12.2014 genau in der damaligen Tiefkursphase durchgeführt wurde und damit zu einem Zeitpunkt, während der der

Bisheriger Ablauf des Rückkaufprogramms bei der Adidas Group

- 2010:** **6.10.2010:**
- Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückerwerb eigener Anteile bis zum 5.5.2015
 - Ermächtigung wurde nicht genutzt
- 2014:** **8.5.2014:**
- Aufhebung bisherige Ermächtigung und neue Ermächtigung zum Kauf eigener Anteile über die Börse bis zum 7.7.2019
- 1.10.2014:**
- Ankündigung eines „Shareholder Return Program“ mit Laufzeit bis 31.12.2017 und Volumen bis zu 1.500 Mio. €
 - Hauptelement: Rückkauf von ca. 21 Mio. Aktien über die Börse
 - Des Weiteren: 20%–40% des jährlichen Gewinns werden als Dividende ausgeschüttet
- 7.11. - 12.12.2014:**
- **1. Tranche**
 - Rückkauf von 4.889.142 Aktien
 - Gesamtvolumen ca. 300 Mio. €
 - entspricht ca. 2,34 % des Grundkapitals
- 2015:** **5.3. - 15.06.2015:**
- **2. Tranche**
 - Rückkauf von 4.129.627 Aktien
 - Gesamtvolumen ca. 300 Mio. €
 - entspricht ca. 1,97 % des Grundkapitals
- 2016/17:** **8.11.2016 - 21.01.2017:**
- **3. Tranche**
 - Rückkauf von 2.128.200 Aktien
 - Gesamtvolumen ca. 300 Mio. €
 - entspricht ca. 1,02 % des Grundkapitals

Quelle: Eigene Darstellung nach Informationen auf der Unternehmenshomepage, Geschäftsberichte Adidas Group 2014, 2015 und 2016.

Hans Böckler
Stiftung

⁵⁵ Geschäftsbericht Adidas Group 2014, S. 42.

⁵⁶ Das Shareholder Return Programm war ursprünglich bis 2017 geplant. Nach heutiger Einschätzung des Unternehmens ist das Rückkaufprogramm bislang allerdings noch nicht als beendet anzusehen (Geschäftsbericht Adidas Group 2015, S. 50 und S. 223).

⁵⁷ Geschäftsbericht Adidas Group 2014, S. 42.

⁵⁸ Geschäftsbericht Adidas Group 2015, S. 50.

⁵⁹ Geschäftsbericht Adidas Group 2016, S. 44.

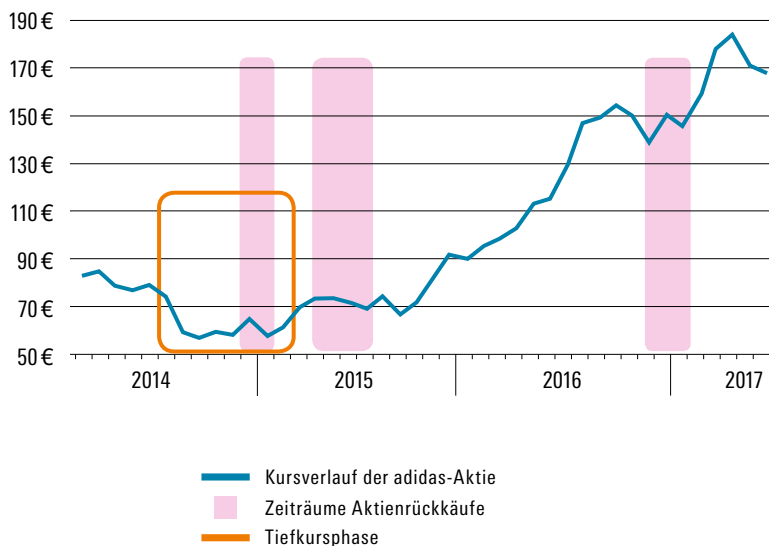
damalige Vorstandsvorsitzende in der Wirtschaftspresse deutlich kritisiert wurde. Somit könnte es sich hierbei tatsächlich um einen Rückkauf mit der Zielsetzung einer Kursstabilisierung handeln. Ein ähnliches Bild zeigt der Erwerbszeitraum vom 5.3.2015 bis zum 15.6.2015. Auch hier ist festzustellen: Der Kursverlauf dreht nach einer Erholung in den ersten drei Monaten wieder in eine Abwärtsbewegung und stabilisiert sich am Ende des Rückkaufzeitraums scheinbar wieder.

Nach diesen beiden in relativ kurzem zeitlichen Abstand voneinander durchgeführten Rückkäufen wurden über einen Zeitraum von 13 Monaten keine weiteren eigenen Anteile mehr erworben. Dies ist aller Wahrscheinlichkeit nach auch der deutlichen Kurs-erholung der Adidas-Aktie geschuldet, die zum einen keine Rückkäufe zur Kurspflege notwendig macht und zum anderen Rückkäufe nur zu relativ hohen Preisen ermöglicht. Allerdings ist festzustellen, dass die deutliche Kurssteigerung in diesem Zeitraum ab September 2016 wieder abreißt und der Aktienkurs

fällt. Der sich anschließende dritte Rückkaufzeitraum vom 8.11.2016 bis 21.1.2017 erscheint vor diesem Hintergrund wiederum einer Kurspflege geschuldet. Und tatsächlich wird der negative Trend ab September 2016 durch den dritten Rückkauf nicht nur gestoppt, sondern der Kurs der Adidas-Aktie erholt sich nach Abschluss des Rückkaufs wieder deutlich. Diesen langfristigen Kursverlauf sowie die einzelnen Rückkaufzeiträume zeigt **Abbildung 9** nochmals im Überblick.

Abbildung 9

Kursentwicklung der Adidas-Aktie Januar 2014 bis Juni 2017 (jeweils zum Monatsschlusskurs) und Rückkäufe im Rahmen des Shareholder Return Programs



Quelle: Eigene Darstellung der Kursentwicklung nach Informationen auf der Unternehmenshomepage der Adidas Group.

Hans Böckler
Stiftung

Die parallele Betrachtung des Kursverlaufs der Adidas-Aktie mit den drei bisherigen Rückkaufzeiträumen des Shareholder Return Program lässt somit vermuten, dass dieses Rückkaufprogramm vor allem der Kurspflege dienen soll. Gleichzeitig drängt sich der Verdacht auf, auch wenn er nicht belegbar ist, dass hierdurch der damalige Vorstandsvorsitzende den Versuch unternommen hat, die Aktionäre des Unternehmens zu besänftigen und eine denkbare feindliche Übernahme zu verhindern.

Veränderung der Aktionärsstruktur

Die US-amerikanische Investmentbank BlackRock⁶⁰ gehört zu einer der größten Aktionärsgruppen der Adidas Group. Im Jahr 2009 erreichte der Investor

erstmalig die Meldeschwelle und wird im Geschäftsbericht 2009⁶¹ aufgeführt. Dabei halten alle gemeldeten BlackRock-Unternehmen als Gruppe im Jahr 2009 zusammen fast 15% der Anteile an der Adidas Group. Im Februar 2014⁶² hält die BlackRock-Gruppe zusammen fast 25% der Anteile. Danach reduziert sich der Ausweis. Im Februar 2016⁶³ muss nur ein BlackRock-Unternehmen (BlackRock, Inc., Wilmington, DE, USA) unter den meldepflichtigen Beteiligungen ausgewiesen werden. Dieses hält zu diesem Zeitpunkt 6,85% an Adidas. Ob es weitere BlackRock-Unternehmen unter 3% gibt, muss nicht angegeben werden.

Die übrigen gemeldeten größeren Aktionäre verändern sich über den Zeitverlauf nur marginal und stellen keine größere Gruppe dar. Interessant ist jedoch, dass Adidas selbst seit dem 9.4.2015 die 3%-Meldeschwelle erreicht hat und in der Liste der Stimmrechtsmitteilungen sich selbst aufführen muss.

7.3 Berichtete Verwendungszwecke

Der Vorstand der Adidas AG hat stetig davon Gebrauch gemacht, sich durch Ermächtigung der Hauptversammlung Spielräume für mögliche Aktienrückkaufprogramme zu legitimieren. Waren die Ermächtigungen in den Jahren 2007, 2008 und 2009 nach damaligem Recht für (maximal) 18 Monate beschlossen worden, gelten die HV-Ermächtigungen aus den Jahren 2010, 2014 und 2016 über den längstmöglichen Zeitraum von fünf Jahren.

In allen Geschäftsberichten wird durchgängig eine Vielzahl von Verwendungsmöglichkeiten aufgeführt – darunter unter anderem die Verwendung von zurückgekauften Aktien

- als Angebot an alle Aktionäre über die Börse,
- zum Zweck des Erwerbs von Unternehmen oder Beteiligungen,
- als Gegenleistung für den Erwerb von Rechten oder Ähnlichem,
- als Erfüllung von Optionsrechten,
- für Aktienoptionsprogramme,
- oder Aktientantieme für den Vorstand.

Selbstverständlich wird auch erwähnt, dass sie eingezogen werden können.

Untersucht man alle Geschäftsberichte von 2007 bis 2016 hinsichtlich des Verwendungszweckes, fallen zwei Dinge auf:

- 1 In den Geschäftsberichten 2007⁶⁴ und 2008⁶⁵ wird bei der Auflistung der Verwendungsmöglichkeiten jeweils immer vorangestellt, dass diese nur „mit Zustimmung des Aufsichtsrats“ umsetzbar sind. Ab dem Geschäftsbericht

⁶⁰ Ende 2016 ist BlackRock größter Einzelaktionär von ca. einem Drittel der DAX-Unternehmen. Vgl. Sekanina (im Erscheinen 2018), vgl. https://www.boeckler.de/110647_110654.htm [8.1.2018].

⁶¹ Geschäftsbericht Adidas Group 2009, S. 192.

⁶² Geschäftsbericht Adidas Group 2013, S. 219.

⁶³ Geschäftsbericht Adidas Group 2015, S. 223.

⁶⁴ Geschäftsbericht Adidas Group 2007, S. 175.

⁶⁵ Geschäftsbericht Adidas Group 2008, S. 97.

2009⁶⁶ ist dieser Zusatz teils weggefallen. Im Geschäftsbericht 2010⁶⁷ findet er sich gar nicht mehr. Von nun an wird in jedem Geschäftsbericht aufgeführt, dass der Aufsichtsrat (oder ein Aufsichtsratsausschuss) bestimmen kann, dass Verwendungsmöglichkeiten nur mit seiner Zustimmung vorgenommen werden dürfen. Ob der Aufsichtsrat von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht hat, kann den Geschäftsberichten jedoch nicht entnommen werden.

- 2 Während in den Geschäftsberichten der Adidas Group seit 2007⁶⁸ Aktien explizit auch zur Vergütung an Mitglieder des Vorstandes aufgezählt werden, findet sich keine Regelung zur Verwendung als Mitarbeiterbeteiligungsinstrument. Erstmals im Geschäftsbericht 2016⁶⁹ wird darauf hingewiesen, dass auch Aktien im Zusammenhang mit Belegschaftsaktienprogrammen verwendet werden können. Allerdings werden darunter ausdrücklich auch Organmitglieder genannt. Die Verwendung als Mitarbeiterbeteiligung wird jedoch auf 4 Mio. Aktien beschränkt. Eine Deckelung der Verwendung als explizites und nach wie vor gesondert aufgeführtes Vorstandsvergütungselement findet sich hingegen nicht.

7.4 Finanzierungsbefugnisse

Für das erste Aktienrückkaufprogramm und die damit notwendige Ermächtigung der Hauptversammlung wurde anscheinend kein expliziter Beschluss gefasst, wie ein Rückkaufprogramm finanziert werden sollte. Dem Geschäftsbericht 2007⁷⁰ ist allerdings zu entnehmen, dass der Rückerwerb nur aus „überschüssigen“ Mitteln des Free Cashflow erfolgen sollte. Der Aktienrückkauf unter Einsatz von Eigenkapitalderivaten wird jedoch bereits durch den darauffolgenden Hauptversammlungsbeschluss 2008 ausdrücklich erlaubt. Dabei wurde der Umfang auf 5 % des Grundkapitals bei jeder Ermächtigung beschränkt. Zudem galt für die Laufzeit der Optionen, dass diese nicht über den Ermächtigungszeitraum hinausgehen durften. Von der Möglichkeit, den Ermächtigungszeitraum auf 5 Jahre auszudehnen, hat Adidas Gebrauch gemacht; an der Optionslaufzeit von maximal 18 Monaten wurde jedoch festgehalten.⁷¹

66 Geschäftsbericht Adidas Group 2009, S. 126.

67 Geschäftsbericht Adidas Group 2010, S. 145.

68 Geschäftsbericht Adidas Group 2007, S. 175.

69 Geschäftsbericht Adidas Group 2016, S. 110.

70 Geschäftsbericht Adidas Group 2007, S. 124.

71 Geschäftsbericht Adidas Group 2010, S. 145.

8 FAZIT

Die bisherige Ausarbeitung stellt den Ausgangspunkt dar, um den Zusammenhang bzw. das Spannungsverhältnis zwischen Aktienrückkäufen und Corporate Governance zu verdeutlichen. Nachfolgend soll dies weiter verdichtet werden.

Die *Bedeutung* von (theoretisch möglichen) Aktienrückkäufen hat in den letzten Jahrzehnten stark zugenommen. Erkennbar ist dies daran, dass auch die Vorratsermächtigungen in den börsennotierten Unternehmen stetig zunahmen. Die Möglichkeit, dabei auch unter Einsatz von Derivaten eigene Aktien zu erwerben, gehört zunehmend zum Standardrepertoire von Unternehmen⁷² – so auch bei der Adidas Group. Mit diesen Optionen ausgestattet, erhalten die Vorstände umfangreiche Möglichkeiten zur Gestaltung der Finanzierungspolitik und der Gesellschafterstruktur eines Unternehmens.⁷³

Der Kurs der Adidas-Aktie stand zur Mitte des Jahres 2017 bei einem Hoch von deutlich über 170 €/Aktie. Damit konnte der Aktienkurs vor dem Kursverfall Mitte 2006 übertroffen werden. Doch dies war ein mühsamer Prozess für die Gesellschaft. Das erste Aktienrückkaufprogramm im Jahr 2008 brachte keine signifikante Erholung des Aktienkurses. 2014 sah sich das Unternehmen einer deutlichen Reduzierung seiner Börsenbewertung gegenüber. Der Kurs der Aktie verlor in diesem Jahr im Vergleich zu 2013 ca. 40 %⁷⁴ und fiel auf einen Wert von nur noch rund 60 €/Aktie.



LITERATURTIPP

Lazonick, William (2014): *Geschäfte auf Kosten aller*, in: Harvard Business Manager, November 2014, S. 68–79. Der Autor nimmt kritisch Stellung zum Instrument Aktienrückkauf und macht dessen intensive Nutzung verantwortlich für eine verringerte Investitionstätigkeit sowie unterlassene Entgelterhöhungen in US-amerikanischen Unternehmen.

Ein derartiger *Kursrückgang ruft quasi automatisch aktivistische Investoren auf den Plan*, die zu einem aus ihrer Sicht geringen Kursniveau in ein Unternehmen investieren. Anschließend versucht diese besondere Investorengruppe einen direkten Einfluss auf das Management zu nehmen, um z.B. höhere Dividendenausschüttungen zu bewirken. Sollte sich das Management gegen derartige Pläne zur Wehr setzen, wird der Investor versuchen entsprechend großen Druck auszuüben oder sogar die Unternehmensleitung gänzlich aus ihrem Amt zu drängen.⁷⁵

Die *Aktionärsstruktur* beeinflussten die 2008 getätigten Aktienrückkäufe (und deren mögliche spätere Einziehung) bei der Adidas Group nur geringfügig. Dies beruht darauf, dass durch die Hauptversamm-

72 Johannsen-Roth 2011, S. 407 ff.

73 Sendel-Müller/Weckes 2013, S. 8.

74 Geschäftsbericht Adidas Group 2014, S. 38.

75 Hage 2014, S. 10.

lung maximal nur bis zu 10% des Grundkapitals pro Ermächtigung beschlossen und später durch den Vorstand nur teilweise zurückgekauft wurden. Allgemein aber birgt die Überlappung der Ermächtigungen die Gefahr, kontinuierlich 10% des Grundkapitals zu reduzieren. Vielfache Aktienrückkaufprogramme am Limit der Grenzen führen dann dazu, dass Stimmrechtsschwellen überschritten werden können.

Das Beispiel BlackRock als Investor lässt eine enorme *Aktionärsmacht* vermuten. Eigentlich müssten Aktionäre, die die 10%-Schwelle oder eine höhere Schwelle der Stimmrechte erreichen bzw. überschreiten, dem betroffenen Unternehmen zusätzliche Informationen übermitteln: etwa die mit dem Erwerb verfolgten Ziele oder ob Pläne für den Einsatz der Stimmrechte (z. B. Einflussnahme auf die Besetzung des Aufsichtsrats) bzw. den Zukauf weiterer Stimmrechte bestehen⁷⁶. Da BlackRock aber nur als Gruppe die 10%-Schwelle übersteigt, sind sie nicht weiter mitteilungspflichtig. Es ist aber dennoch davon auszugehen, dass BlackRock eine wesentliche Macht als Investor ausübt oder zumindest auszuüben versucht. Das belegt auch die Stellungnahme⁷⁷ des Deutschland-Chefs von BlackRock Christian Staub: „BlackRock ist der Überzeugung, dass es im Sinne unserer Kunden ist, Einfluss auf die Firmen auszuüben, an denen wir beteiligt sind, und mit diesen zu sprechen. Genauso sind wir aber davon überzeugt, dass es nicht im Sinne unserer Kunden ist, diesen Dialog in die Öffentlichkeit zu tragen.“

Vor diesem Hintergrund erschien es wenig überraschend, dass die Adidas Group im Oktober 2014 das Shareholder Return Program initiierte, mit dessen Hilfe bis zu 1,5 Mrd. € zunächst in den folgenden drei Jahren an die Aktionäre ausgeschüttet werden sollten.⁷⁸ Ein wesentliches Element im Rahmen dieses Programms stellt das Instrument des Aktienrückkaufs dar. Von Unternehmensseite wurde bislang verlautet, dass die Aktienrückkäufe dazu dienen sollen, dem Kapitalmarkt ein Signal hinsichtlich einer vorliegenden Unterbewertung zu senden; der Rückkauf solle zudem dabei helfen, die Kapitalkosten zu optimieren.⁷⁹ Problematisch an dieser Argumentation erscheint, dass ein Teil der finanziellen Mittel, die zum Erwerb eigener Anteile eingesetzt werden sollen, zuvor durch die Emission von zwei Wandelanleihen mit einem Gesamtvolumen von 1 Mrd. € eingenommen wurden.⁸⁰ In späteren Pressemitteilungen wird hingegen lediglich davon gesprochen, die eigenen Anteile zur Kapitalherabsetzung durch Einziehung oder wahlweise zur Bedienung von Investorenansprüchen

aus einer der beiden emittierten Wandelanleihen zu verwenden.⁸¹

Die Wirtschaftspresse kommentiert das Aktienrückkaufprogramm der Adidas Group überwiegend negativ. Zum einen wird vermutet, dass der Rückkauf erfolgt, um den Aktienkurs des Unternehmens zu stabilisieren und somit das Engagement aktivistischer Investoren zu verhindern.⁸² Zum anderen könnte das Rückkaufprogramm auch dabei geholfen haben, bislang unbekannte Investoren zu einer Pflichtmitteilung zu veranlassen.⁸³ Insgesamt erscheint somit das Shareholder Return Program nicht in erster Linie dazu zu dienen, überschüssige Liquidität an die Anteilseigner auszuschütten, sondern – anders als sein Name vermuten lässt – dazu, die Position des damaligen Vorstands zu sichern.

Ob BlackRock eine wesentliche Rolle bei der Initiierung des Shareholder Return Programs bei Adidas gespielt hat und wenn ja, welche Intentionen damit verbunden waren, kann nur vermutet werden. Dass aber dieser Investor vom bisherigen Verlauf des Rückkaufprogramms profitierte, belegen Meldungen, nach denen BlackRock nach dem starken Kursanstieg während der zweiten Rückkaufranche, Adidas-Aktien zu einem relativ hohen Kurs verkaufen konnte.

Weil aber der Einstieg aktivistischer Investoren bei der Adidas Group langfristig nicht verhindert werden konnte, könnte sich BlackRock auch ganz bewusst zurückgezogen haben, da zwischenzeitlich drei weitere, institutionelle, als aktivistisch bekannte Investoren Adidas-Anteile erworben haben. Der Einzug dieser drei zusätzlichen Großaktionäre scheint dafür gesorgt zu haben, dass der Vorstand der Gesellschaft um seine Position fürchten musste. Ein Beleg für die Macht dieser Investoren zeigt unter anderem der Hauptversammlungsbeschluss vom 12.5.2016⁸⁴. Es wurde beschlossen, den Aufsichtsrat von 12 auf 16 Mitglieder zu vergrößern. Für die Kapitaleseite wurden Nassef Sawiris und Ian Gallienne durch die Hauptversammlung gewählt. Letzterer ist Co-Chief Executive Officer bei der Groupe Bruxelles Lambert. Deren Hauptanteilseigner die Pargesa Holding SA ist, welche wiederum von Albert Frère gegründet wurde. Dieser ist selbst mit über 5% der Anteile an Adidas beteiligt. Damit konnte der zweite Großaktionär bei Adidas einen Aufsichtsratssitz mit einem Vertrauten besetzen. Des Weiteren erhielt Nassef Sawiris als dritter Großaktionär einen Sitz im Aufsichtsgremium.

Unternehmensexterne Sichtweise zu Rückkäufen

Es zeigt sich, dass Investmentgesellschaften, die sich selbst als nachhaltige Investoren betrachten, das Instrument Aktienrückkäufe grundsätzlich kritisch sehen. Hier schließt sich die Frage an: Handelt es sich bei diesem Befund um eine allgemeingültige Aussage?

⁷⁶ Vgl. § 27a WpHG.

⁷⁷ Vgl. Interview mit BlackRock-Deutschland-Chef Christian Staub: Kremer/FAZ Online 2016, <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/fondsriese-blackrock-wir-nehmen-einfluss-auf-die-firmen-dieser-welt-14246108.html> [9.1.2018].

⁷⁸ Geschäftsbericht Adidas Group 2014, S. 42.

⁷⁹ Pressemitteilung Adidas Group vom 1.10.2014.

⁸⁰ Backhaus 2014, S. 17.

⁸¹ Pressemitteilung Adidas Group vom 5.3.2015 sowie Geschäftsbericht Adidas Group 2014, S. 223.

⁸² Hage 2015, S. 12.

⁸³ Hage/Palan 2015, S. 23.

⁸⁴ Vgl. https://www.adidas-group.com/media/filer_public/b3/47/b3476d65-7df8-4d8e-a666-1448fc2016ad/bekanntmachung_aufsichtsrat_22072016_de.pdf [15.1.2018].

Oder gibt es hierbei Unterschiede zwischen den verschiedenen Investmentgesellschaften? Diese offenen Fragen könnten in einer weiterführenden Untersuchung betrachtet werden.

Unklare Erwerbsmotive

Die offiziellen Motive von Vorständen zur Durchführung von Rückkaufprogrammen lauten stets, Mehrwerte für die Aktionäre schaffen zu wollen. Träfe dies in allen Fällen zu, ergäbe sich zunächst kein Konflikt mit den Standards einer guten Unternehmensführung und -kontrolle. Es macht allerdings in vielen Fällen den Anschein, dass die Absicherung der eigenen Macht bzw. die Verbesserung der eigenen Vermögensposition die Triebfedern des Managements bei der Umsetzung von Rückkaufprogrammen darstellen. In diesen Fällen liegt ein Verstoß gegen die Regeln einer guten Corporate Governance vor, bei der der Vorstand zum Wohl der Gesellschaft handeln soll. Vielmehr würde der Vorstand das Aktionärsvermögen einsetzen, um seine eigene Position zu festigen.

Intransparente externe Berichterstattung

Des Weiteren ist das Informationsverhalten der Adidas Group lediglich als durchschnittlich anzusehen. Geschäftsberichte bzw. Konzernabschlüsse und Konzernlageberichte enthalten zwar sämtliche Pflichtangaben. Darüber hinausgehende Informationen, zur Erhöhung der Transparenz bezüglich des Rückkaufprogramms, fehlen jedoch.

Der vorliegende Report zeigt, dass Aktienrückkäufe unter Corporate Governance-Gesichtspunkten durchaus kritisch zu sehen sind. Die theoretischen Ausführungen zum hierbei bestehenden Spannungsfeld sowie das Fallbeispiel der Adidas Group sollen Aufsichtsratsmitgliedern helfen, ihre Arbeit künftig effizienter zu gestalten und somit ihre Rolle als kontrollierendes und beratendes Organ der Unternehmensleitung angemessen wahrzunehmen.

In diesem Kontext sollten sich auch Aufsichtsräte kritisch mit Aktienrückkaufprogrammen auseinandersetzen. Hierzu stellen unterjährig selbstverständlich die Unterlagen seitens des Vorstandes die erste Informationsquelle dar. Mit Aushändigung des Geschäftsberichtes (oder dessen Entwurf) ist im Aufsichtsrat auch ein besonderes Augenmerk auf den Konzernabschluss, den Konzernlagebericht und den Bericht des Aufsichtsrates selbst zu richten. Hierfür muss der Aufsichtsrat in der Lage sein, die in diesen Finanzpublikationen enthaltenen Informationen zu interpretieren, um sich im Rahmen seiner Mandatsausübung ein eigenständiges Bild von der Sinnhaftigkeit eventuell durchgeführter Aktienrückkaufprogramme zu machen, aber auch um die externe Berichterstattung auf Korrektheit zu prüfen. Dies erscheint heute umso wichtiger, als sich mittlerweile fast alle börsennotierten Gesellschaften in Deutschland regelmäßig eine Vorratsermächtigung zum Erwerb eigener Anteile nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG erteilen lassen, auch wenn keine konkreten Pläne zu einem Rückkauf vorliegen.

- Backhaus, Desirée (2014):** Außer Form, in: Finance, Ausgabe Dezember 2014/Januar 2015, S. 16 – 19.
- Bieg, Hartmut / Kußmaul, Heinz / Waschbusch, Gerd (2016):** Finanzierung, 3. Aufl., München.
- Bieg, Hartmut / Kußmaul, Heinz / Waschbusch, Gerd (2012):** Externes Rechnungswesen, 6. Aufl., München.
- Bösch, Martin / Ude, Elisabeth (2014):** Aktienrückkaufprogramme in Deutschland, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften, Jg. 2014, Heft 1, Bösch, M. / Ernst-Abbe-Hochschule Jena (Hg.), http://web.eah-jena.de/fhj/bw/forschung/Publikationen/Wirtschaftswissenschaftliche_Schriften/Documents/Heft_1_2014.pdf [15.1.2018].
- Coenenberg, Adolf G. / Haller, Axel / Schultze, Wolfgang (2016):** Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, 24. Aufl., Stuttgart.
- DCGK (2017):** Deutscher Corporate Governance Kodex in der Fassung vom 07. Februar 2017, Download unter http://www.dcgk.de/files/dcgk/usercontent/de/download/kodex/170424_Kodex.pdf [8.1.2018].
- Kremer, Dennis (2016):** Fondriese Blackrock: Wir nehmen Einfluss auf die Firmen dieser Welt, Interview mit Blackrock-Deutschland-Chef Christian Staub vom 25.5.2016, FAZ Online, http://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/fondriese-blackrock-wir-nehmen-einfluss-auf-die-firmen-dieser-welt-14246108-p3.html?printPage&Article=true#pageIndex_2 [15.1.2018].
- Hage, Simon (2014):** Goldener Schuss, in: Manager Magazin, Heft 10, 2014, S. 10 – 12.
- Hage, Simon (2015):** Kick it like Nike, in: Manager Magazin, Heft 2, 2015, S. 12.
- Hage, Simon / Palan Dietmar (2015):** Warnschüsse, in: Manager Magazin, Heft 5, 2015, S. 22 – 23.
- Ipreo Ltd. / DIRK Deutscher Investor Relations Verband (Hg.) (2017):** Investoren der Deutschland AG 4.0 – Die Aktionärsstruktur des deutschen Leitindex DAX 30, Studie, https://www.dirk.org/dirk_webseite/static/uploads/170612_Die-Investoren-der-Deutschland-AG-4-0_DAX-Studie-2016-Ipreo_DIRK.pdf [15.1.2018].
- Johannsen-Roth, Tim (2011):** Der Einsatz von Eigenkapitalderivaten beim Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG, in: ZIP 2011, S. 407-415.
- Köstler, Roland / Müller, Matthias / Sick, Sebastian (2013):** Aufsichtsratspraxis – Handbuch für die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat, 10. Aufl., Frankfurt am Main.
- Kipp, Volker (2014):** Aktienrückkauf, in: WISU, Heft 12, 2014, S.1445.
- Lazonick, William (2014):** Geschäfte auf Kosten aller, in: Harvard Business Manager, November 2014, S. 68 – 80.
- Adidas Group, Leiter Unternehmenskommunikation Jan Runau, 1.10.2014, Adidas AG beschließt mehrjähriges Shareholder-Return-Programm,** https://www.adidas-group.com/media/filer_public/f0/25/f025a-ef4-ee96-4253-b7eb-47812611359b/adidasgroup_oct1_shareholderreturn_press_release_de.pdf [24.1.2018]
- Adidas Group, Leiter Unternehmenskommunikation Jan Runau, 5.3.2015, Adidas Konzern startet zweite Tranche des Aktienrückkauf-Programms,** <https://www.adidas-group.com/de/medien/newsarchiv/pressmitteilungen/2015/adidas-konzern-startet-zweite-tranche-des-aktienruckkaufprogramm/> [24.1.2018]
- Rappaport, Alfred (2005):** The Economics of Short-Term Performance Obsession, in: Financial Analysts Journal, 61. Jg., Heft 3, 2005, S. 65 – 79.
- Sekanina, Alexander (2018):** Finanzinvestoren und Mitbestimmung – Wie der Wandel der Investorenlandschaft die Mitbestimmung herausfordert, Mitbestimmungsreport, Hans-Böckler-Stiftung (Hg.), https://www.boeckler.de/pdf/p_mbf_report_2018_42.pdf [26.4.2018].
- Sendel-Müller, Markus (2009):** Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit, edition der Hans-Böckler-Stiftung, Unternehmensmitbestimmung und Unternehmenssteuerung, Bd. 237, Hans-Böckler-Stiftung (Hg.), https://www.boeckler.de/pdf/p_edition_hbs_237.pdf [15.1.2018].
- Sendel-Müller, Markus / Weckes, Marion (2013):** Aktienrückkauf – Riskantes Geschäft mit dem Leverage-Effekt: Worauf Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat achten sollten, Mitbestimmungsförderung / Information März 2013, Hans-Böckler-Stiftung (Hg.), https://www.boeckler.de/pdf/2013_03_mbf_aktienrueckkauf_01.pdf [15.1.2018].
- Welge, Martin K. / Eulerich, Marc (2012):** Corporate-Governance-Management, Wiesbaden.
- Waschbusch, Gerd / Sendel-Müller, Markus / Staub-Ney, Nadine / Knoll, Jessica (2014):** Kapitel 4: Finanzierungseffekte einer Mitarbeiterkapitalbeteiligung, in: Lowitzsch, Jens / Hanisch, Stefan (Hg.): Mitarbeiterkapitalbeteiligung unter Verwendung einer Beteiligungsgesellschaft – Gestaltung und Finanzierungsansätze, Düsseldorf, S. 135 – 193.
- Waschbusch, Gerd / Sendel-Müller, Markus (2015):** Zweckgesellschaften – Bilanzpolitisches Gestaltungspotenzial und Bedeutung im Rahmen der Corporate-Governance-Umsetzung, edition der Hans-Böckler-Stiftung, Unternehmensmitbestimmung und Unternehmenssteuerung, Bd. 293, Hans-Böckler-Stiftung (Hg.), Düsseldorf.

AUTOREN

Markus Sendel-Müller

Mitarbeiter beim Rechnungshof des Saarlandes, Saarbrücken.

Forschungsschwerpunkte: finanzielle Mitarbeiterbeteiligung, Aktienrückkäufe, Corporate Governance und Rechnungslegung.

Marion Weckes

Leiterin des Referats Fakten für die Mitbestimmung in der Hans-Böckler-Stiftung.
Arbeitsschwerpunkte u.a. Jahresabschlussanalysen, Mitarbeiterkapitalbeteiligung, Aktienrückkaufprogramme, Frauen in Aufsichtsräten und Vorständen, Vorstandsvergütung.



WEITERE MITBESTIMMUNGSREPORTS

www.boeckler.de/51908.htm



MITBESTIMMUNGSPORTAL

Der Böckler-Infoservice bietet Mitbestimmungsakteuren spezifisches Handlungs- und Orientierungswissen, u.a. Branchenmonitore, Themenradar, Wissen kompakt, Szenarien Mitbestimmung 2035. Jetzt kostenlos anmelden auf:

www.mitbestimmung.de



PRAXISWISSEN BETRIEBSVEREINBARUNGEN

Analysen und Gestaltungshilfen, Beispiele aus der Praxis.

www.boeckler.de/betriebsvereinbarungen

IMPRESSUM

Herausgeber

Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf
Telefon +49 (211) 7778-0, Telefax +49 (211) 7778-120

www.boeckler.de
www.mitbestimmung.de

Pressekontakt: Rainer Jung, +49 (211) 7778-150
rainer-jung@boeckler.de

Satz: Yuko Stier

Redaktion

Marion Weckes, Abteilung Mitbestimmungsförderung,
Referatsleiterin Fakten für die Mitbestimmung
Hans-Böckler-Stiftung, Telefon: +49 (211) 7778-166
marion-weckes@boeckler.de

Ausgabe

Mitbestimmungsreport Nr. 39

ISSN 2364-0413

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise –
nur mit Quellenangabe zulässig.

WWW.BOECKLER.DE