

## Mitbestimmungsförderung

Information | März 2013

### Inhalt

Was sind Aktienrückkäufe? ...	2
Trend beim Aktienrückkauf ...	3
Gesetzliche Grundlage .....	4
Motive für Rückkäufe.....	5
Leverage-Effekt .....	6
Fazit.....	8

**Markus Sendel-Müller und Marion Weckes**

## Aktienrückkauf

**Riskantes Geschäft mit dem Leverage-Effekt: worauf Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat achten sollten**

### Auf einen Blick ...

- International und in Deutschland zunehmende Bedeutung von Aktienrückkäufen als Instrument der Ausschüttungspolitik
- Neuer Trend: fremdfinanzierte Aktienrückkäufe durch Ausgabe von Unternehmensanleihen (Leveraged Buy Backs)
- Finanzierung von Aktienrückkäufen durch Kreditaufnahme ist nur aufgrund der derzeit historisch niedrigen Kreditzinsen an den Kapitalmärkten möglich
- Problematisch ist bei Leveraged Buy Backs, dass sich durch die Kreditaufnahme und den anschließenden Aktienrückkauf die Eigenkapitalquote senkt
- Diese ist für Fremdkapitalgeber eine wesentliche Kennzahl bei der Erstellung von Unternehmensratings
- Im Zweifelsfall können sich Unternehmen bei kreditfinanzierten Aktienrückkäufen mit zukünftig schlechteren Finanzierungsbedingungen konfrontiert sehen

# 1 | Was sind Aktienrückkäufe?

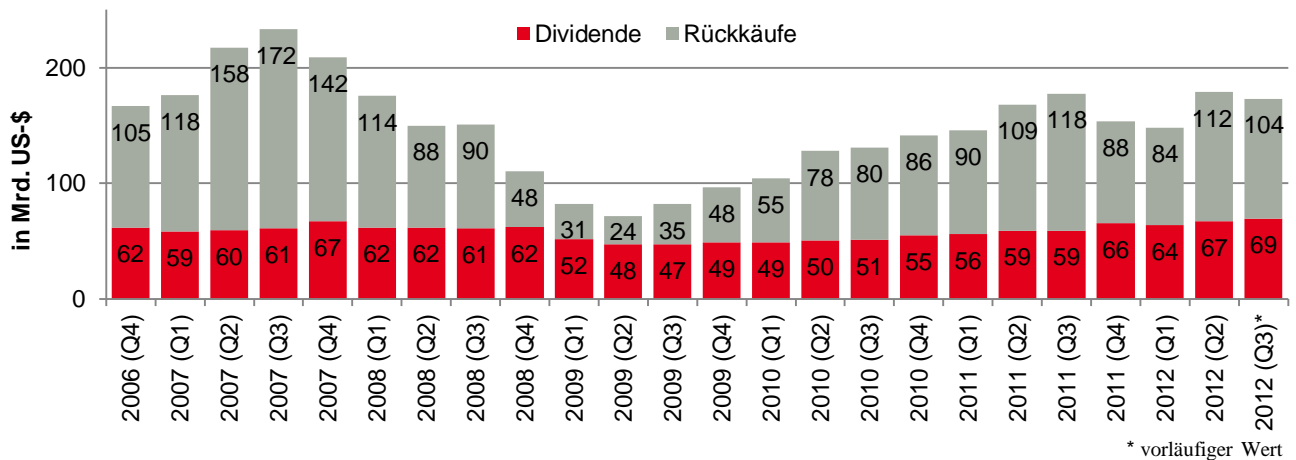


## Wichtig | Info

Regelmäßige Informationen zum Rückkaufverhalten der Unternehmen des Aktienindex S&P 500 finden sich unter: [www.spindices.com](http://www.spindices.com)

Bei einem Aktienrückkauf kauft die Aktiengesellschaft eigene Anteilscheine von den Anteilseignern wieder zurück. Da sich durch einen Aktienrückkauf das freie Handelsvolumen verringert, erhöht sich automatisch der Gewinn je Aktie, was oftmals zu einer Kurssteigerung führt. Diesen Kursgewinn kann der Aktionär durch Verkauf seiner Anteile realisieren; muss er aber nicht. Solch ein Rückkauf ist also neben der Dividendenausschüttung eine weitere Möglichkeit, Liquidität an die Aktionäre einer Gesellschaft auszuschütten. In den letzten Jahrzehnten haben Aktienrückkäufe weltweit eine immer höhere Bedeutung erlangt.

Abb.: Entwicklung der Aktienrückkäufe des S&P 500



\* vorläufiger Wert

Quelle: spindices.com



## Erläuterungen

Zentrale Anspruchsgruppe bei der Umsetzung des **Shareholder Value-Managements** sind die Aktionäre (Shareholder) einer Gesellschaft. Es wird dabei unterstellt, dass Aktionäre stets an einer Vermögenssteigerung interessiert sind, die sich in steigenden Aktienkursen niederschlägt.

Dem entgegen steht der **Stakeholder-Ansatz**, der versucht, alle wesentlichen Gruppen, die Ansprüche gegenüber einem Unternehmen formulieren können (z. B. Eigentümer, Mitarbeiter, Kunden, Fremdkapitalgeber, Staat etc.), zu berücksichtigen.

Anfang der 1980er Jahre wurden Buy Backs in der US-amerikanischen Wirtschaft erstmals in einem bedeutenden Umfang durchgeführt. Seitdem zeigt die Nutzung von Rückkaufprogrammen in den USA einen weiteren massiven Anstieg. Die Ausschüttung über Aktienrückkäufe übersteigt mittlerweile deutlich die Ausschüttung über Dividenden, wie obige Grafik zeigt.

Auch in Deutschland werden in den letzten Jahren immer mehr Aktienrückkaufprogramme durchgeführt, wobei der Großteil der getätigten Rückkäufe auf die Unternehmen des DAX30 entfällt. Allerdings steht nicht nur die Ausschüttungspolitik der Gesellschaft im Vordergrund, sondern zunehmend wird der Erwerb eigener Anteile auch zur Gestaltung der Unternehmenspolitik genutzt. Die Vorstände deutscher Aktiengesellschaften nutzen den Rückkauf eigener Anteile damit als wesentliche Säule zur Umsetzung des Shareholder Value-Paradigmas. Problematisch ist jedoch: Die durch Rückkäufe ausgeschüttete Liquidität steht dem Unternehmen nicht mehr, z. B. für Investitionszwecke, zur Verfügung. Dauerhaft verringert sich dadurch das Aktionärsvermögen, teils nur zu Gunsten kurzfristiger Kurssteigerungen. Der langfristig orientierte Investor ist hierdurch gegenüber dem kurzfristig investierten Spekulanten eindeutig benachteiligt.

### ! Wichtig | Info

Der Rückkauf eigener Anteile durch die ausgebende Gesellschaft wird je nach Quelle als „Aktienrückkauf“, „Repurchase“ oder „Buy Back“ bezeichnet.

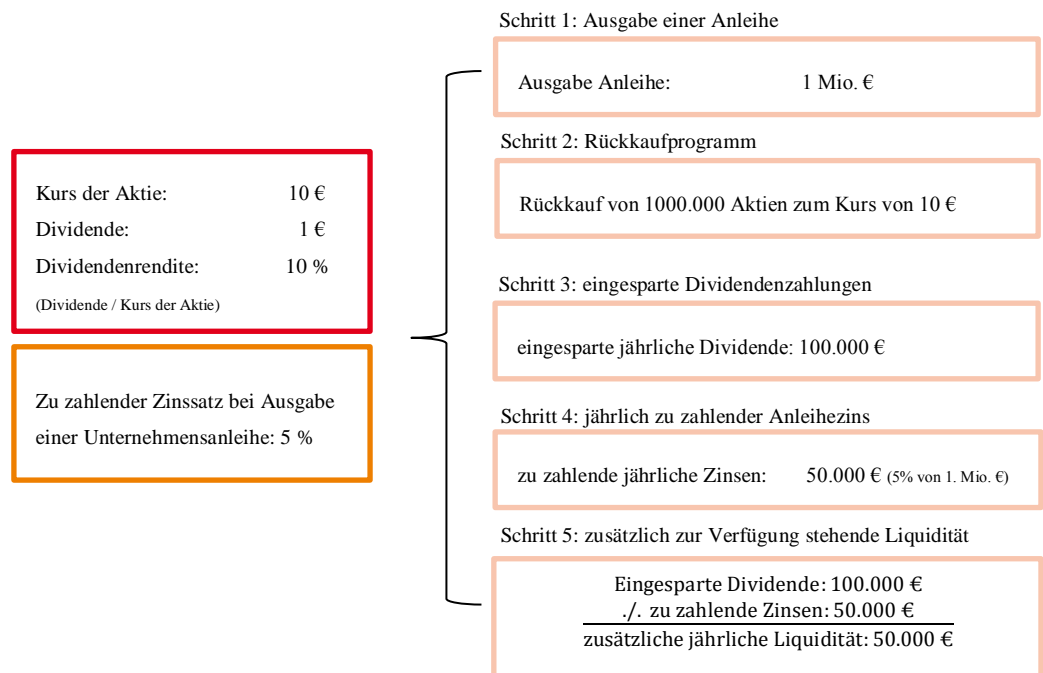
### + Erläuterungen

Die Gründe, warum Unternehmen ihre eigenen Anteile wieder zurückkaufen, sind vielfältig, lassen sich aber grundsätzlich dem Motiv der Finanzierungspolitik oder bewussten Gestaltung der Gesellschaftsstruktur zuordnen. (Vgl. ausführlich Kapitel 4).

Der Rückkauf von Aktien ist in Deutschlands börsennotierten Unternehmen keine Seltenheit. Damit folgen die Vorstände einem internationalen Trend. Allerdings: Die dadurch ausgeschüttete Liquidität steht dem Unternehmen nicht mehr für Investitionszwecke zur Verfügung.

Die Finanzierung von Aktienrückkaufprogrammen kann über vorhandene freie finanzielle Mittel erfolgen. Die Ausgabe von Unternehmensanleihen (Leveraged Buy Back) als weiteres Finanzierungsinstrument scheint mittlerweile ein neuer Trend zu sein. Die Logik hinter dieser Vorgehensweise ist zunächst recht trivial: Der zu zahlende Anleihezins ist insgesamt niedriger als die auf die zurückgekauften Aktien entfallenden theoretischen Dividendenzahlungen. Die hierdurch eingesparte Differenz zwischen Anleihezins und Dividende steht den Unternehmen als zusätzliche Liquidität zur Verfügung.

Abb.: Wirkungsmechanismus von Leveraged Buy Backs



Quelle: Eigene Grafik

### ! Wichtig | Info

In Deutschland können auch ausländische Aktiengesellschaften an einer Börse mit ihren Aktien notiert sein.

Möglich machen diese Vorgehensweise die historisch niedrigen Zinssätze die für Unternehmen und Staaten bei Kreditaufnahmen durch Anleiheausgabe am Kapitalmarkt zu zahlen sind. Dieser Weg rechnet sich für die teilnehmenden Unternehmen damit durchaus [SOMMER 2012]. Doch beinhaltet ein Leveraged Buy Back durchaus Risiken, die es zu beachten gilt und die im Folgenden dargestellt werden.

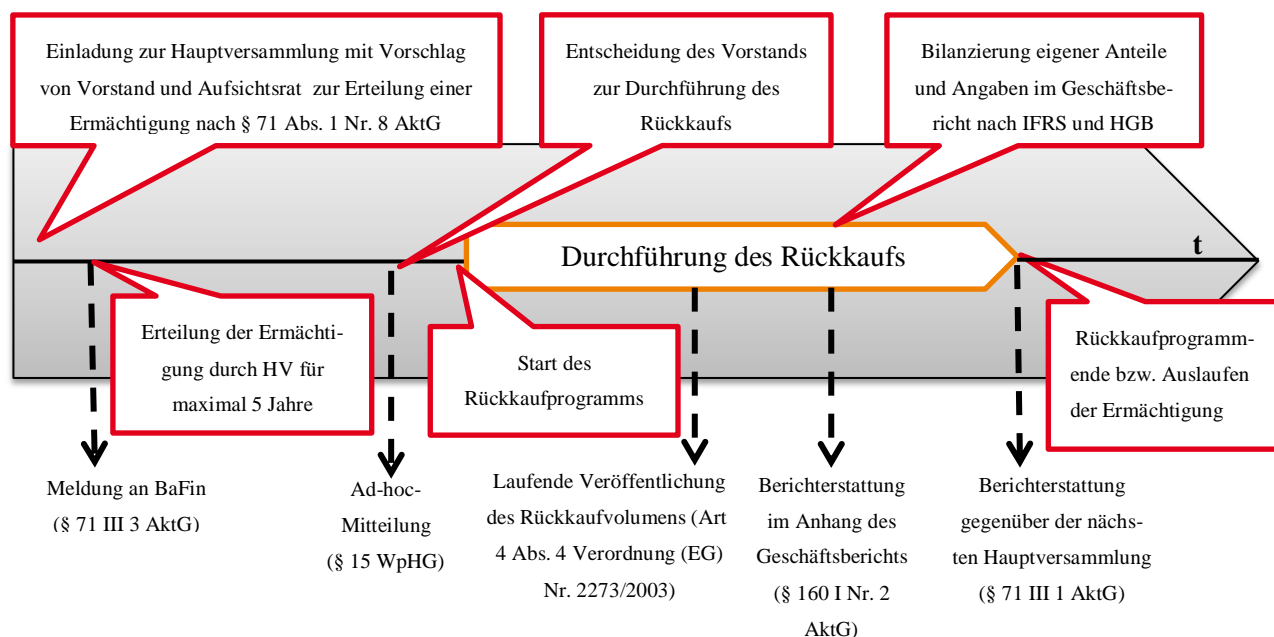
§ 71 Erwerb eigener Aktien

(1) Die Gesellschaft darf eigene Aktien nur erwerben,  
 1. wenn der Erwerb notwendig ist, um einen schweren [...] Schaden [...] abzuwenden, 2. wenn die Aktien Personen, die im Arbeitsverhältnis [...] stehen [...], zum Erwerb angeboten werden sollen, 3. wenn der Erwerb geschieht, um Aktionäre [...] abzufinden, 4. wenn der Erwerb unentgeltlich geschieht [...], 5. durch Gesamtrechtsnachfolge, 6. auf Grund eines Beschlusses der HV zur [...] Herabsetzung des Grundkapitals, 7. wenn sie ein Kreditinstitut [...] ist, aufgrund eines Beschlusses der HV zum Zwecke des Wertpapierhandels. Der Beschluß muß bestimmen, daß der Handelsbestand der zu diesem Zweck zu erwerbenden Aktien 5/100 des Grundkapitals am Ende jeden Tages nicht übersteigen darf; er muß den niedrigsten und höchsten Gegenwert festlegen. Die Ermächtigung darf höchstens 5 Jahre gelten; oder 8. aufgrund einer höchstens 5 Jahre geltenden Ermächtigung der HV, die den niedrigsten und höchsten Gegenwert sowie den Anteil am Grundkapital, der 10/100 nicht übersteigen darf, festlegt. Als Zweck ist der Handel in eigenen Aktien ausgeschlossen. [...] Die HV kann den Vorstand ermächtigen, die eigenen Aktien ohne weiteren HV-beschluss einzuziehen.  
 (2) - (4) [...]  
 Quelle: [http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/\\_71.html](http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/_71.html)

Vor 1998 war der Erwerb eigener Anteile in Deutschland lediglich in wenigen gesetzlich vorgegebenen Ausnahmefällen erlaubt, wie beispielsweise zur Weitergabe an die Belegschaft im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen. Aktienrückkäufe in nennenswertem Umfang sind erst seit Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) am 01. Mai 1998 möglich. Vor allem der durch das KonTraG neu eingefügte § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG ist hierbei von Bedeutung. Im Gegensatz zu § 71 Abs. 1 Nr. 1-7 AktG, ermöglicht Nr. 8 den Erwerb eigener Anteile ohne vorgegebene Zweckbestimmung. Er erlaubt, dass eine Aktiengesellschaft auf Basis einer Ermächtigung der Hauptversammlung legitimiert werden kann bis zu zehn Prozent des Grundkapitals zurückzukaufen. Die Ermächtigung gilt dabei für maximal fünf Jahre. Des Weiteren werden in ihr das maximale und das minimale Rückkaufvolumen festgelegt.

Zu Beginn eines jeden Rückkaufprogramms nach Nr. 8 steht die Einladung zur Hauptversammlung, in der Vorstand und Aufsichtsrat die Gesellschafter um eine Ermächtigung zum Rückkauf eigener Anteile bitten. Eine solche Ermächtigung lassen sich nahezu alle in Deutschland börsennotierten Unternehmen geben, 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 bestehen. Auch ist zu beachten, dass sich Vorstände jährlich eine neue Ermächtigung erteilen lassen, obwohl eine bereits erteilte Ermächtigung bis zu fünf Jahre gültig sein kann.

Abb.: Ablauf eines Aktienrückkaufprogramms



Quelle: Modifizierte Grafik aus Sendel-Müller, Markus (2009): Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit, Düsseldorf



### Erläuterungen

Bei der **Signalhypothese** geht man davon aus, dass das Management einer Gesellschaft durch den Rückkauf ein Signal hinsichtlich einer bestehenden Unterbewertung an den Kapitalmarkt senden will. Das Management geht somit davon aus, dass sich die zu erwartenden Gewinne noch nicht im Börsenkurs der Gesellschaft niedergeschlagen haben (siehe hierzu auch: Europäische Zentralbank: Aktienrückkäufe im Euroraum, Monatsbericht Juni 2007, S. 111-120)

Die Gründe, warum Unternehmen ihre eigenen Anteile wieder zurückkaufen, sind vielfältig. Häufig dienen Rückkäufe als Bestandteil der Finanzierungspolitik einer Gesellschaft. Neben der Ausschüttung eventuell überschüssiger Liquidität an die Aktionäre, führen Rückkäufe dazu den Gewinn je Aktie zu erhöhen. Ebenso kann durch Nutzung des Leverage-Effekts die Kapitalstruktur optimiert werden. Durch den Rückkauf signalisiert eine Gesellschaft den Kapitalmarktteilnehmern zudem, dass sie ihre Aktien als unter tatsächlichem Wert gehandelt ansieht (Signalhypothese). Der Erwerb eigener Anteile kann auch dazu dienen die Gesellschafterstruktur bewusst zu gestalten. Dabei können die zurückgekauften Anteile auch als Transaktionswährung bei Unternehmensübernahmen eingesetzt werden. Weitere Motive sind die Abwehr feindlicher Übernahmen durch Kurssteigerungen, die Verkleinerung des Aktionärskreises sowie die Bedienung von Aktienoptionsprogrammen für die Belegschaft.

Häufig genanntes Erwerbsmotiv ist der Einsatz eigener Anteile als Akquisitionswährung bei Unternehmensübernahmen. Ebenfalls häufig genannt werden von Unternehmen die Erwerbsmotive „Ausschüttung überschüssiger Liquidität“, „Optimierung der Kapitalstruktur“ sowie „Bedienung von Aktienoptionsprogrammen“. Die DAX 30-Konzerne, die das Rückkaufverhalten hierzulande dominieren, nutzen die erworbenen Anteile überwiegend zur Kapitalherabsetzung durch Einzug eigener Anteile [SENDEL-MÜLLER 2009].

Abb.: Gründe für Aktienrückkäufe

#### 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 zur Steigerung des Gewinns je Aktie
- Ausschüttung über Aktienrückkauf aufgrund einer niedrigeren Besteuerung von Veräußerungsgewinnen im Vergleich zu Dividendenausschüttungen beim Aktionär

#### Beeinflussung der Gesellschafterstruktur

- Abwehr feindlicher Übernahmen durch Kurssteigerungen
- Nutzung eigener Aktien als Transaktionswährung bei Unternehmensübernahmen
- Verkleinerung des Aktionärskreises
- Bedienung von Aktienoptionsprogrammen für die Belegschaft



### Literaturtipps

Vor allem die Absicht die zurückgekauften **Anteile als Transaktionswährung** einzusetzen ist hier von Bedeutung. Siehe hierzu auch die Studie von Gerke, Wolfgang/Fleicher, Jörg/Langer, Martin: Kurseffekte durch Aktienrückkäufe – eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt, 2003, S. 14.

Quelle: In Anlehnung an Sendel-Müller, Markus (2009): Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit, Düsseldorf



### Erläuterungen

Der **Leverage-Effekt** beschreibt den funktionalen Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrendite und Verschuldung eines Unternehmens. Die grundlegende Regel hierbei ist, dass solange die Gesamtkapitalrendite über dem Zinssatz für Fremdkapital liegt, eine zusätzliche Kreditaufnahme die Eigenkapitalrendite erhöht. Vor allem Finanzinvestoren machen sich diesen Effekt zu Nutze, wenn sie Unternehmenskäufe zum Großteil mit Krediten finanzieren (Quelle: Bieg, Hartmut/ Kußmaul, Heinz/ Waschbusch, Gerd: Externes Rechnungswesen, 6. Aufl., München, 2012, S. 373).

„Die **Eigenkapitalrendite** setzt den Jahresüberschuss ins Verhältnis zu dem bilanziellen Eigenkapital der Periode. Die Kennzahl gibt somit Aufschluss darüber, wie das Kapital der Aktionäre verzinst wurde. (...)“ (Quelle: Wiehle, Ulrich/ Diegelmann, Michael/ Deter, Henryk/ Schömig, Peter Noel/ Rolf, Michael (2011): 100 Finanzkennzahlen. 4. Auflage, Wiesbaden, S. 66.)



### Links

<http://www.siemens.com/investor/de/finanzberichte.php>  
(Finanzberichte der Siemens AG)



### Literaturtipps

Erläuterungen zu Kennzahlen der Jahresabschlussanalyse sowie zur Bilanzierung nach HGB und IFRS finden sich in dem Buch Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd: Externes Rechnungswesen, 6. Aufl., München, 2012



### Links

Informationen praxisorientiert für Aufsichtsräte und Betriebsräte zum Thema Jahresabschlussanalyse aufbereitet finden sich unter:  
<http://www.boeckler.de/168.htm>

Aktienrückkaufprogramme werden auch dazu genutzt die Kapitalstruktur durch bewusstes Ausnutzen des Leverage-Effekts zu optimieren. Da im Regelfall die Verzinsungsanforderungen von Fremdkapitalgebern unter den Verzinsungsansprüchen von Eigenkapitalgebern liegen, ist Eigenkapital tendenziell teurer für eine Gesellschaft. Ein kreditfinanzierter Rückkauf eigener Anteile ersetzt damit relativ teures Eigenkapital durch relativ günstiges Fremdkapital, weil der Einzug der Aktien zu einer Erhöhung der Eigenkapitalrendite führt. Aus Sicht des Aktionärs ist die Vorgehensweise des Leveraged Buy Backs daher zunächst sinnvoll. Allerdings bedeutet der Rückkauf eigener Anteile neben dem Abfluss von Liquidität auch, dass sich das Eigenkapital einer Gesellschaft verringert und die Verschuldung der Gesellschaft ansteigt. Der Effekt einer Eigenkapitalverringerung durch Aktienrückkauf tritt aber nicht nur dann ein, wenn die erworbenen Anteile entgeltlich eingezogen werden. Im internationalen Jahresabschluss<sup>1</sup> sind nach IAS 32.33 Bestände an eigenen Anteilen vom Eigenkapital abzuziehen. Somit herrscht für eigene Anteile nach IFRS ein Aktivierungsverbot und sie stellen keinen Vermögensgegenstand dar. Es kommt zu einer Bilanzverkürzung und entsprechenden Änderung vieler Kennzahlen.

Der Ersatz von Eigenkapital durch Fremdkapital kann sich zudem negativ auf die Rating-Basis aus Sicht eines Fremdkapitalgebers auswirken, weil eine höhere Verschuldung zu berücksichtigen ist. Eine weitere Fremdkapitalbeschaffung wird somit als riskanter eingeschätzt und verteuert neue Kredite. Nach außen wird dies durch eine entsprechend herabgestufte Rating-Note kommuniziert. Als Beispiel für einen solchen Vorgang kann auf den Geschäftsbericht der Siemens AG in 2007 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.

Bei einer schlechteren Rating-Note aufgrund durchgeführter Buy Backs, können sich somit auch bei gleichbleibender Ergebnissituation die Kreditkonditionen verteuern. In Fällen, bei denen die Differenz zwischen Gesamtkapitalrendite und Fremdkapitalzinssatz vorher nur gering war, besteht dann konkret die Gefahr eines negativen Leverage-Effekts. Die explizite Ausnutzung des Leverage-Effekts war dann zwar im ersten Moment positiv für den Aktionär, verschlechtert langfristig aber die finanzielle Stabilität der Gesellschaft. Ein unzureichendes Eigenkapitalpolster verringert vor allem in Krisenzeiten die Chancen

<sup>1</sup> Seit 01. Januar 2005 müssen in Deutschland börsennotierte Gesellschaften ihren Konzernabschluss nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellen. Daher wird an dieser Stelle nur die Behandlung eigener Anteile nach IFRS betrachtet.



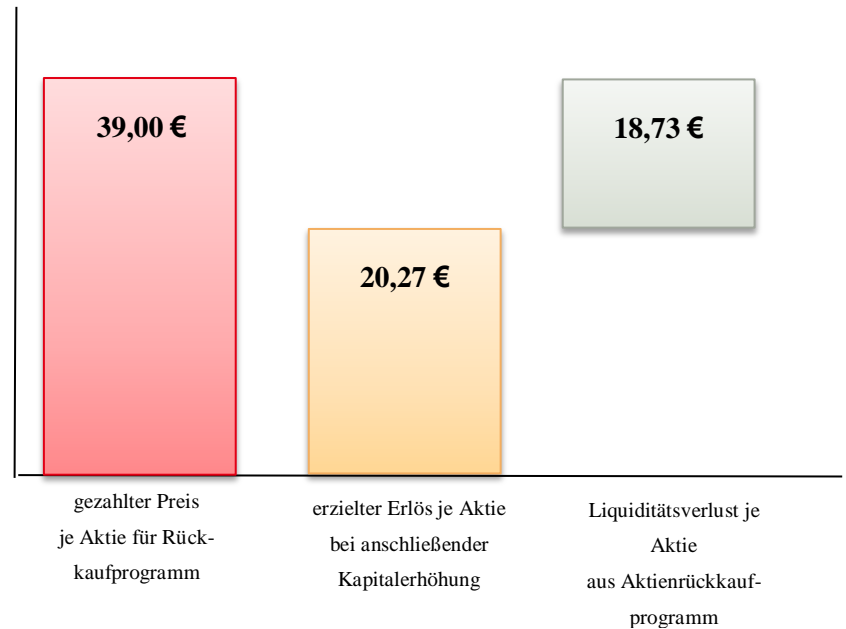


## Erläuterungen

„Turnaround“ kann vereinfacht mit „das Ruder herumreißen“ oder „Kehrtwende“ umschrieben werden. Der Begriff wird im Rahmen der Unternehmenssanierung verwendet und kann folgendermaßen definiert werden: Turnaround umfasst die Planung, Realisation und Kontrolle eines umfassenden Maßnahmenpakets zur kurzfristigen Sicherung des Weiterbestehens eines Krisenunternehmens und zur langfristigen Wiederherstellung einer ausreichenden Ertragskraft.

eines Turnaround wesentlich. Sollte es zudem dann noch notwendig werden, durch Ausgabe neuer Aktien frisches Eigenkapital zu generieren, dann ist es möglich, dass für die neu ausgegebenen Anteilsscheine ein deutlich geringerer Ausgabekurs erzielt wird als zuvor für den Rückkauf ausgegeben werden musste. Prominentes Beispiel für einen solchen Fall in der Vergangenheit, das auch in nachfolgender Grafik aufgeführt ist, ist die Daimler AG [SOMMER 2009].

Abb.: Differenz zwischen Rückkauf- und Ausgabekurs



Quelle: Eigene Grafik

Nach wie vor dominiert in Deutschland die Dividendenzahlung zur Befriedigung der Aktionärsinteressen. Vor diesem Hintergrund herrschen somit hierzulande auf absehbare Zeit bei weitem keine US-amerikanischen Verhältnisse bezüglich des Einsatzes des Instruments „Aktienrückkauf“. Gleichzeitig muss jedoch festgehalten werden, dass sich mittlerweile fast alle börsennotierten Gesellschaften in Deutschland eine Vorratsermächtigung zum Erwerb eigener Anteile nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG erteilen lassen, auch wenn keine konkreten Pläne zu einem Rückkauf vorliegen. Vielmehr verschaffen sich die Vorstände deutscher Aktiengesellschaften jährlich aufs Neue strategische Handlungsalternativen – legitimiert durch die Hauptversammlung. Mit diesen Optionen ausgestattet, erhalten die Vorstände umfangreiche Möglichkeiten zur Gestaltung der Finanzierungspolitik und der Gesellschafterstruktur eines Unternehmens.



### Links

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) veröffentlicht auf ihrer Homepage eine Liste der gemeldeten Hauptversammlungsermächtigungen: [www.bafin.de](http://www.bafin.de)



### Erläuterungen

Der Gewinn je Aktie gibt den rechnerischen Teil des erwirtschafteten Jahres- bzw. Konzernüberschusses an, der auf eine Aktie entfällt. Sie misst die Ertragskraft in Relation zur Aktienanzahl.“ (Quelle: <http://boersenlexikon.faz.net/gewjeakt.htm>)

Üblicherweise wird ein Liquiditätsüberschuss, der keiner strategisch sinnvollen Investitionsmöglichkeit mit einer Rendite oberhalb der Kapitalkosten zugeführt werden kann, an die Aktionäre ausgezahlt. Dass bedeutet jedoch, dass die Durchführung von Rückkaufprogrammen zeigt, dass das Management seiner Kernaufgabe, der Identifikation von renditeträchtigen Investitionsprojekten und die nachhaltige Unternehmensgestaltung nicht erfolgreich nachgekommen ist. Provokant kann in diesem Zusammenhang formuliert werden, dass kreditfinanzierte Aktienrückkäufe die Ideen- und Konzeptlosigkeit der Vorstände widerspiegeln und zudem nur eine reine Shareholder Value-Management Ideologie zeigen. Denn durch Buy Backs lassen sich Kennzahlen wie der Gewinn je Aktie oder die Eigenkapitalrendite steigern. Diese Kennzahlen werden traditionell von Analysten und Investoren zur Bewertung einer Aktiengesellschaft und den Leistungen des Managements herangezogen und erfreuen sich bei Finanzinvestoren großer Beliebtheit. Doch lässt sich durch Buy Backs und die damit einhergehende Verbesserung der erwähnten Kennzahlen nicht automatisch auch der Shareholder Value steigern, denn schließlich verändert sich das Unternehmen hierdurch überhaupt nicht. Tatsächlich zielen Rückkäufe mit dem Erwerbsmotiv einer Kennzahlenpflege auf die Erfüllung kurzfristiger – von außen formulierter – Zielsetzungen und entziehen den Unternehmen Liquidität, die unter Umständen für Investitionsvorhaben fehlt.



### Literaturtipps

Rappaport, Alfred: The Economics of Short-Term Performance Obsession, in: Financial Analysts Journal, 61. Jg., 2005, Heft 3, S. 65-79. In diesem Artikel kritisiert der „Erfinder“ des Shareholder Value-Managements Aktienrückkäufe zur kurzfristigen Beeinflussung von Kennzahlen.

Der kreditfinanzierte Rückkauf eigener Anteile mag zwar auf den ersten Blick Dividendenausschüttungen vermeiden, kann sich nachträglich aber als zweischneidiges Schwert entpuppen. Insbesondere wenn sich Kreditkonditionen verschlechtern oder Gewinneinbrüche zu verkraften sind. Die möglichen Folgen einer Pauschal-Legitimation durch die Hauptversammlung – so ist zu vermuten – wird leider nicht jedem Aktionär bewusst sein.



## Literaturübersicht

---

Bieg, Hartmut/Kußmaul, Heinz/Waschbusch, Gerd: Externes Rechnungswesen,  
6. Aufl., München, 2012.

---

Europäische Zentralbank: Aktienrückkäufe im Euroraum, Monatsbericht  
Juni 2007, S. 111-120.

---

Gerke, Wolfgang/Fleischer, Jörg/Langer, Martin: Kurseffekte durch Aktienrückkäufe – eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt, 2003.

---

Rappaport, Alfred: The Economics of Short-Term Performance Obsession  
In: Financial Analysts Journal, 61. Jg., 2005, Heft 3, S. 65-79.

---

Sendel-Müller, Markus (2009): Aktienrückkäufe und Effizienz der Aufsichtsratsarbeit, Düsseldorf.

---

## Autoren

---

### Markus Sendel-Müller

Senior Manager bei der INFO-Institut Beratungs-GmbH, Saarbrücken.

Forschungsschwerpunkte: finanzielle Mitarbeiterbeteiligung, Aktienrückkäufe, Corporate Governance und Rechnungslegung

---

### Marion Weckes

Leiterin eines Wirtschaftsreferates bei der Hans-Böckler-Stiftung.

Arbeitsschwerpunkte: Jahresabschlussanalysen, Mitarbeiterkapitalbeteiligung, Aktienrückkaufprogramme, Frauen in Aufsichtsräten und Vorständen, Vorstandsvergütung.

---

## Ansprechpartner

---

### Marion Weckes

Hans-Böckler-Stiftung  
Abteilung Mitbestimmungsförderung  
Referatsleiterin Wirtschaft III

Hans-Böckler-Straße 39  
40476 Düsseldorf  
Tel.: 0211 / 77 78 166  
Fax: 0211 / 77 78 4166

Marion-Weckes@boeckler.de  
www.boeckler.de

Sommer, Ulf (2009): Viel Risiko zum Wohle des Aktionärs. In: Handelsblatt, Nr. 197 vom 13. Oktober 2009, S. 10.

---

Sommer, Ulf (2012): Aktienrückkäufe auf Pump rechnen sich. In: Handelsblatt, Nr. 237 vom 06. Dezember 2012, S. 18.