

DER RÜCKKAUF EIGENER ANTEILE IM DEUTSCHEN FINANZSYSTEM

INAUGURAL-DISSERTATION ZUR ERLANGUNG DER WÜRDE
EINES DOKTORS DER WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN
DER FAKULTÄT FÜR WIRTSCHAFTS- UND SOZIALWISSENSCHAFTEN
DER RUPRECHT-KARLS-UNIVERSITÄT HEIDELBERG

VORGELEGT VON
STEFANIE C. WETTBERG
AUS ERBACH/ODENWALD

HEIDELBERG, FEBRUAR 2003

Vorwort

An erster Stelle möchte ich meiner Hochschullehrerin, späteren Chefin, Betreuerin und Erstgutachterin der vorliegenden Dissertation, Frau Professor Dr. Eva Terberger, danken, die meinen akademischen Weg in vielfacher Hinsicht beeinflusst und geprägt hat. Herrn Professor Dr. Hans Gersbach danke ich herzlich für die Übernahme des Zweitgutachtens.

Danken möchte ich auch Dr. Dr. Julian Schwarz für inhaltliches Korrekturlesen, Daniele Brautlacht-Keiler für sprachliches Korrekturlesen und Achim Sties für die Unterstützung bei allen computertechnischen Fragen.

Überaus dankbar bin ich meinem Lebensgefährten, Hermann Stöhr, der maßgeblich dafür verantwortlich zeichnete, dass ich 1998 meine Stelle beim Süddeutschen Rundfunk aufgab, um wieder an die Hochschule zurückzukehren. Diese Entscheidung habe ich nie bereut.

Stefanie C. Wettberg

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	1
1.1	Motivation und Fragestellung	1
1.2	Vorgehensweise	4
2	Der Aktienrückkauf aus finanzierungstheoretischer Sicht	6
2.1	Motivation	6
2.2	Die Modigliani/Miller-These versus die traditionelle These	13
2.3	Marktunvollkommenheiten durch Steuern	21
2.4	Die neo-institutionalistische Sichtweise	24
2.4.1	Das grundlegende Argumentationsmuster	24
2.4.2	Die Anreizwirkungen	25
2.4.3	Die Signalwirkungen	29
2.4.4	Die Kontrollstrukturen	31
2.5	Implikationen empirischer Untersuchungen zum Aktienrückkauf im US-amerikanischen Finanzsystem	33
2.6	Zwischenfazit	39
3	Der Aktienrückkauf und die Bankenkrise von 1931	43
3.1	Motivation und Fragestellung	43
3.2	Die gesetzlichen Regelungen zum Aktienrückkauf in Deutschland von 1870 bis 1931	44
3.3	Der Verlauf der deutschen Bankenkrise von 1931	49
3.4	Der Aktienrückkauf vor und während der Krise von 1931	56
3.5	Die Motive für den Aktienrückkauf während der deutschen Banken- krise von 1931	58
3.5.1	Der Aktienrückkauf – eine besondere Form des ‚Gambling for Resurrection‘?	58

3.5.2	Die Bankvorstände als loyale Agenten des Staates?	66
3.5.3	Die Bankvorstände als loyale Agenten der Bankeigner? . . .	69
3.6	Fazit	76
4	Der Aktienrückkauf im deutschen Finanzsystem heute	78
4.1	Motivation und Fragestellung	78
4.2	Die Ausgestaltung von Finanzsystemen unter besonderer Berücksichtigung des deutschen Finanzsystems	80
4.2.1	Kapitalmarktdominierte versus bankdominierte Finanzsysteme	80
4.2.2	Kritik an der Differenzierung zwischen kapitalmarkt- und bankdominierten Finanzsystemen sowie neuere Ansätze zur Differenzierung von Finanzsystemen	86
4.2.3	Die Konzepte der Komplementarität und der Konsistenz . . .	90
4.3	Concentrated Ownership als integraler Bestandteil des deutschen Finanzsystems	92
4.3.1	Die Bedeutung von Concentrated Ownership in Deutschland	92
4.3.2	Concentrated Ownership aus theoretischer Sicht	98
4.3.3	Abweichungen von dem Prinzip ‚One Share – One Vote‘ in Deutschland	102
4.4	Die Nutzung des Instruments ‚Aktienrückkauf‘ im deutschen Finanzsystem	105
4.4.1	Einleitende Bemerkungen	105
4.4.2	Die aktuellen gesetzlichen Regelungen zum Aktienrückkauf	106
4.4.2.1	Die Umsetzung der Zweiten EG-Richtlinie von 1976 im Jahre 1978	106
4.4.2.2	Die weitere Umsetzung der Zweiten EG-Richtlinie von 1976 im Jahre 1998	109
4.4.3	Der Aktienrückkauf aus finanzierungstheoretischer Sicht . . .	113
4.4.3.1	Analyse der Nutzung von Aktienrückkäufen in Familienunternehmen	113
4.4.3.2	Analyse der Nutzung von Aktienrückkäufen in Unternehmen mit einem Großaktionär aus dem Unternehmenssektor	117
4.4.3.3	Analyse der Nutzung von Aktienrückkäufen in Unternehmen im Streubesitz	120
4.4.4	Der Aktienrückkauf aus empirischer Sicht	122

4.4.4.1	Die Konzeption der deskriptiven Studie	122
4.4.4.2	Die Ergebnisse der deskriptiven Studie	127
4.4.4.3	Ein Vergleich der Ergebnisse mit anderen deskriptiven Untersuchungen	134
4.5	Fazit	140
5	Der Rückkauf eigener GmbH-Geschäftsanteile	142
5.1	Motivation und Fragestellung	142
5.2	Charakteristika von Gesellschaften mit beschränkter Haftung und der Rückkauf eigener Geschäftsanteile	144
5.2.1	Rechtsformspezifische Merkmale von Gesellschaften mit beschränkter Haftung	144
5.2.1.1	Die weitreichenden Einflußmöglichkeiten der Gesellschafter	144
5.2.1.2	Der schwach ausgeprägte Gläubigerschutz	148
5.2.2	Die gesetzlichen Vorschriften zum Rückkauf eigener Geschäftsanteile	152
5.2.3	Zwischenfazit	154
5.3	Die Auswirkungen des Rückkaufs eigener Geschäftsanteile auf verschiedene Interessengruppen	157
5.3.1	Die Motive für den Rückkauf eigener Geschäftsanteile – eine erste Einschätzung	157
5.3.2	Das Potential zur Schädigung von Gläubigern im Zuge eines Rückkaufs eigener Geschäftsanteile	160
5.3.3	Das Potential zur Schädigung von anderen Gesellschaftern im Zuge eines Rückkaufs eigener Geschäftsanteile	164
5.4	Fazit	171
6	Schlußbetrachtung	173

Abbildungsverzeichnis

2.1	Der Aktienrückkauf aus ökonomischer Sicht	7
2.2	Die Anwendung der Par Value Method	8
2.3	Die Anwendung der Cost Method	9
2.4	Die Bilanzierung eigener Aktien nach deutschem Handelsrecht . .	11
2.5	Die Kapitalkosten gemäß der traditionellen These	15
2.6	Die Kapitalkosten gemäß der Modigliani/Miller-These	18
3.1	Der Anteil der eigenen Aktien am gesamten Aktienkapital	57
3.2	Der Aktienrückkauf aus Gläubigersicht	63
3.3	Die Aktienkursentwicklung der Berliner Großbanken	65
3.4	Die Entwicklung der Kreditoren zwischen April und Juli 1931 . .	66
4.1	Die Ergebnisse zur Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen	129
4.2	Die Rückkaufmotive	130
4.3	Das Rückkaufmotiv ‚Akquisitionswährung‘	131
4.4	Das Rückkaufmotiv ‚Einziehung‘	132
4.5	Das Rückkaufmotiv ‚Aktienoptionsprogramm‘	133

Kapitel 1

Einleitung

1.1 Motivation und Fragestellung

Mit dem Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich vom 27. April 1998 haben sich die rechtlichen Grundlagen des Aktienrückkaufs in Deutschland wesentlich verändert. Erstmals kann eine Aktiengesellschaft bis zu 10 Prozent der von ihr begebenen eigenen Aktien auch ohne Vorliegen eines besonderen Grundes zurückerwerben, sofern die Hauptversammlung dem Vorstand eine entsprechende Ermächtigung ausspricht. Diese deutliche Erweiterung der Möglichkeiten zum Aktienrückkauf traf in Deutschland auf ein mehrheitlich positives Echo.

Diese Resonanz leitet sich aus empirischen Untersuchungen zum Aktienrückkauf im US-amerikanischen Finanzsystem ab. In zahlreichen Studien haben US-amerikanische Ökonomen herausgefunden, daß schon die Ankündigung eines Rückkaufs eigener Aktien dem entsprechenden Unternehmen zu Aktienkurssteigerungen verhilft.¹ Zudem führt der Aktienrückkauf in den USA im Durchschnitt zu signifikant höheren Kursreaktionen als eine Dividendenerhöhung.² Und dieser Kursanstieg ist insofern dauerhaft, als auch nach Durchführung des Rückkaufs ein Aktienkursniveau erhalten bleibt, das über dem Kursniveau vor Ankündigung des Programms

¹Vgl. Dann (1981); Comment/Jarrell (1991); Ikenberry/Lakonishok/Vermaelen (1995); Jagannathan/Stephens (2001); Ofer/Thakor (1987); Vermaelen (1981).

²Vgl. Dann (1981); Comment/Jarrell (1991); Ikenberry/Lakonishok/Vermaelen (1995); Masulis (1980); Ofer/Thakor (1987); Vermaelen (1981).

liegt.³ Nach diesen US-amerikanischen Studien stellt der Rückkauf eigener Aktien demnach ein Instrument dar, dessen Einsatz vor allem im Interesse der Eigenkapitalgeber liegt.

Angesichts der traditionell eher geringen Berücksichtigung von Eignerinteressen in Deutschland liegt die positive Resonanz auf die Erweiterung der Rückkaufmöglichkeiten nahe. In kaum einem anderen Land konnten sich die Vorstellungen von einem ‚Unternehmen an sich‘, dessen Ziel die Fortführung der Unternehmung, die Versorgung des Marktes sowie die Steigerung der gemeinwirtschaftlichen Produktivität sei, so lange halten.⁴ Noch heute scheuen sich deutsche Vorstandsmitglieder, die Maximierung des Marktwerts des Eigenkapitals öffentlich als Zielgröße ihres Handelns zu definieren. Sie betonen eher die soziale Verantwortung, insbesondere gegenüber ihren Mitarbeitern, und einige Vorstände kritisieren vor allem den Shareholder-Value-Ansatz auf das Schärfste.⁵ In der Rechtswissenschaft hat sich das Konzept des ‚Unternehmen an sich‘, das gegen jegliche Angriffe seitens der Kapitaleigner zu verteidigen ist, ebenfalls lange gehalten.⁶ Diese Auffassungen sind vor dem Hintergrund des deutschen Finanzsystems zu sehen, das traditionell eher bankorientiert und von Insidern, insbesondere den Eigentümern großer Eigenkapitalbeteiligungen, dominiert ist.

Allmählich scheinen sich jedoch Unternehmensvorstände, Rechtswissenschaftler, Gesetzgeber sowie Öffentlichkeit gegenüber einer stärkeren Berücksichtigung von Eignerinteressen beziehungsweise von marktorientierten Elementen zu öffnen. Ein Indiz hierfür ist die Erweiterung der Möglichkeiten zum Rückkauf eigener Aktien. Den übergeordneten Rahmen der vorliegenden Untersuchung bildet daher die Frage, inwieweit eine Angleichung des deutschen eher bankdominierten Systems an ein marktdominiertes System zu erwarten ist beziehungsweise welche Auswirkungen die Einführung eines einzelnen Elements aus einem kapitalmarktorientierten System in ein bankorientiertes System hat.

³Vgl. Vermaelen (1981).

⁴Vgl. Wagner (1997), S. 484, S. 489.

⁵Vgl. Wagner (1997), S. 474.

⁶Vgl. Wagner (1997), S. 485.

Speziell in Deutschland ist bemerkenswert, daß gerade die Erweiterung der Möglichkeiten zum Aktienrückkauf auf eine so positive Resonanz stieß. Denn die historischen Erfahrungen legen eine eher kritische Bewertung des Aktienrückkaufs nahe. Der Rückkauf eigener Aktien vor und während der Bankenkrise von 1931 führte nämlich zu einer sehr restriktiven Regelung des Erwerbs eigener Anteile im deutschen Aktienrecht von 1931 bis 1998. Dies legt die Frage nahe, ob dieses Verbot möglicherweise zu Unrecht erlassen und erhalten wurde oder ob der Rückkauf eigener Aktien vielleicht doch die Gefahr eines Mißbrauchs birgt. Sollte letzteres zutreffen, wäre zu prüfen, inwiefern sich auch heute ein Mißbrauchspotential beim Rückkauf eigener Anteile bietet.

Insgesamt stellt sich vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Erfahrungen in der US-amerikanischen Gegenwart einerseits und der deutschen Wirtschaftsgeschichte andererseits die Frage, ob die Liberalisierung des Aktienrückkaufs im Jahre 1998 tatsächlich als eine Maßnahme zur Erhöhung des Shareholder Value in Deutschland bewertet werden kann. Ohne weitergehende Untersuchung in bezug auf das deutsche Finanzsystem von einer Nutzung des Instruments ‚Erwerb eigener Aktien‘ im Sinne der Eigenkapitalgeber auszugehen, ist zumindest gewagt. Daher soll im folgenden untersucht werden, was die Vorstände deutscher Unternehmen dazu bewegte und bewegt, das Instrument ‚Rückkauf eigener Anteile‘ einzusetzen. Die Einfügung der Nr. 8 in § 71 Abs. 1 AktG impliziert zunächst vor allem eine Ausweitung des Handlungsspielraums der Unternehmensvorstände. Mithin stellt sich die Frage, ob Manager diesen Handlungsspielraum im deutschen Corporate-Governance-System überhaupt nutzen und – wenn ja – zu wessen Gunsten sie ihn nutzen. Diese Frage stellt sich nicht nur in bezug auf die Aktiengesellschaft, sondern auch in bezug auf die in Deutschland weit verbreitete Rechtsform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), in der der Rückkauf eigener Anteile seit jeher kaum beschränkt wird.

1.2 Vorgehensweise

Im Anschluß an die Einleitung in Kapitel 1 wird in Kapitel 2 der theoretische Rahmen aufgespannt, innerhalb dessen die Diskussion um den Rückkauf eigener Aktien geführt wird. Zielsetzung des Kapitels ist es, ein ökonomisches Verständnis für den Erwerb eigener Aktien zu entwickeln. Hierzu werden sowohl die traditionelle These zur Kapitalstruktur, die Irrelevanz-Thesen zur Kapitalstruktur und zur Ausschüttungspolitik nach Modigliani/Miller sowie die neo-institutionalistische Sichtweise zur Finanzierungstheorie herangezogen. Das Kapitel endet mit einem Zwischenfazit, das die Bewertung beziehungsweise die Einordnung des Rückkaufs eigener Aktien vor dem Hintergrund der aktuellen theoretischen Diskussion zusammenfaßt.

In Kapitel 3 werden die historischen Erfahrungen auf dem Gebiet des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland beleuchtet. Das Hauptaugenmerk liegt auf dem massiven Rückkauf eigener Aktien durch die deutschen Großbanken vor und während der Bankenkrise von 1931. Dieser Aspekt wird in wirtschaftshistorischen Analysen bisher weitgehend vernachlässigt. Zeitgenössische Wirtschaftswissenschaftler beschäftigen sich mit den historischen Aspekten des Aktienrückkaufs – wenn überhaupt – nur am Rande. Der Rückkauf während der Bankenkrise von 1931 wirft insofern Fragen auf, als Bankvorstände zu dem entsprechenden Zeitpunkt zumindest auf den ersten Blick kein Motiv für einen – die Gefahr einer Insolvenz verschärfenden – Aktienrückkauf hatten.

Kapitel 4 ist der Analyse des Aktienrückkaufs im gegenwärtigen deutschen Finanzsystem gewidmet, das man häufig als Paradigma eines von Banken dominierten Systems bezeichnet. Es wird der Frage nachgegangen, ob der Erwerb eigener Aktien, der sich im kapitalmarktdominierten US-amerikanischen Finanzsystem bewährt hat, im deutschen Finanzsystem die gleichen (positiven) Effekte erzielen kann. Um diese Frage zu beantworten, wird zunächst auf die unterschiedliche Ausgestaltung von Finanzsystemen eingegangen, wobei ein wesentliches Charakteristikum des deutschen Finanzsystems, die Konzentration von Eigenkapitalbe-

teilungen in den Händen von Familien, Banken und Nicht-Bankunternehmen, herausgestellt wird. Denn letztlich müssen diese dominierenden Eigenkapitalgeber den Aktienrückkauf im deutschen Finanzsystem initiieren. Im Anschluß werden die rechtlichen Möglichkeiten sowie die Motive für einen Aktienrückkauf im deutschen Finanzsystem theoretisch beleuchtet und empirisch untersucht.

Es schließt sich das Kapitel 5 zum Erwerb eigener Geschäftsanteile in Gesellschaften mit beschränkter Haftung an. Diese abschließende Gegenüberstellung des Aktienrückkaufs und des Erwerbs von GmbH-Geschäftsanteilen ist relevant, da das GmbH-Gesetz seit jeher liberalere Regelungen zum Rückkauf von Geschäftsanteilen vorsieht. Auch werden entsprechende Rückkäufe trotz der großen Bedeutung der Rechtsform der GmbH für das deutsche Corporate-Governance-System in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur nur selten aufgegriffen. Um die Besonderheiten des Rückkaufs von GmbH-Geschäftsanteilen aufzuzeigen, werden zunächst die rechtsformabhängigen Merkmale von Gesellschaften mit beschränkter Haftung skizziert. Weiterhin werden auf der Grundlage der zuvor herausgearbeiteten Motive zum Aktienrückkauf mögliche Motive zum Erwerb eigener GmbH-Geschäftsanteile ermittelt. Schließlich werden Mißbrauchspotentiale beim Anteilsrückkauf in der Rechtsform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung untersucht.

Die vorliegende Arbeit endet mit einer Schlußbetrachtung, die die wesentlichen Ergebnisse zusammenfaßt und einen Ausblick gibt.

Kapitel 2

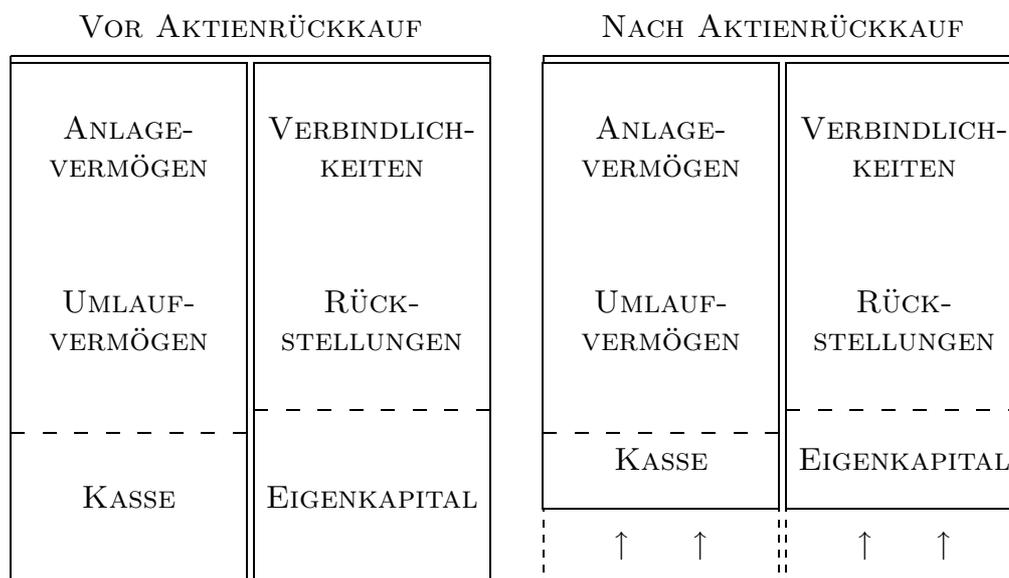
Der Aktienrückkauf aus finanzierungstheoretischer Sicht

2.1 Motivation

Erwirbt eine Aktiengesellschaft Anteile an einer anderen Unternehmung in bar, so führt dies zu einem Vermögensabgang beziehungsweise einem Kassenabfluß in Höhe des Kaufpreises; im Gegenzug ist eine Vermögenszufuhr in Form der erworbenen Aktien zu verzeichnen. Ein Erwerb von Aktien oder sonstigen Wirtschaftsgütern führt demnach, sofern nicht parallel eine Kapitalerhöhung stattfindet, lediglich zu einer Vermögensumschichtung beziehungsweise einem Aktivtausch. Kauft eine Gesellschaft hingegen eigene (von ihr selbst emittierte) Aktien, stellt sich der Erwerbsvorgang anders dar. Wiederum ist ein Kassenabfluß in Höhe des Kaufpreises zu verzeichnen, aber in diesem Fall führen die eigenen Aktien bei der rückkaufenden Unternehmung materiell zu keiner Vermögenszufuhr.¹ Vielmehr werden durch den Aktienrückkauf Eigenkapitalgeber, die Rechte am Unternehmen innehatten, ausgezahlt. Eigene Aktien spiegeln demnach allenfalls die Möglichkeit zu einer Kapitalerhöhung wider; ihnen kommt jedoch kein einer gewöhnlichen Aktivposition beizumessender Wert zu.

¹Vgl. Klingberg (1998), S. 1578.

Abbildung 2.1: Der Aktienrückkauf aus ökonomischer Sicht



Quelle: Eigene Darstellung.

Aus ökonomischer Sicht stellt ein Aktienrückkauf mithin eine Bilanzverkürzung dar; Vermögen und Eigenkapital vermindern sich um den Betrag, der für die eigenen Aktien gezahlt wird.² Der Aktienrückkauf stellt demnach eine – von Dividendenzahlungen abzugrenzende – besondere Form der Ausschüttung dar, die neben dem Abfluß an liquiden Mitteln eine Veränderung der Kapitalstruktur bewirkt. Diese Veränderung der Kapitalstruktur in Richtung einer höheren Fremdkapitalquote fällt um so stärker aus, je mehr zusätzliches Fremdkapital zur Finanzierung des Aktienrückkaufs aufgenommen wird.

Den ökonomischen Implikationen, wonach der Aktienrückkauf eine Bilanzverkürzung darstellt, wird in den USA auch in bilanzieller Hinsicht Rechnung getragen.³ Nach US-GAAP (Generally Accepted Accounting Standards) stellen eigene Aktien keinen Vermögenswert dar und werden daher nicht als Aktivposten bilanziert, sondern vom Eigenkapital abgezogen.⁴ In Abhängigkeit von der Zielsetzung des

²Vgl. hierzu die graphische Darstellung in Abbildung 2.1.

³Der Aktienrückkauf ist in den USA grundsätzlich in allen Bundesstaaten erlaubt.

⁴Vgl. Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1998), S. 1673.

Aktienrückkaufs verwendet man zwei unterschiedliche Ausweisverfahren.⁵

Werden eigene Aktien zur Einziehung erworben, findet die Par Value Method Anwendung. Hierbei werden die Eigenkapitalpositionen einzeln angepaßt.⁶ Das gezeichnete Kapital wird in Höhe des Nennwerts beziehungsweise des rechnerischen Werts der zurückerworbenen Aktien reduziert. Die Differenz zwischen Kaufpreis und Nennwert beziehungsweise rechnerischem Wert der erworbenen eigenen Aktien wird von den Kapitalrücklagen abgesetzt, soweit der Kaufpreis den anfänglichen Ausgabekurs nicht übersteigt. Sollte der Rückkaufpreis über dem Ausgabekurs liegen, wird der übersteigende Betrag von den Gewinnrücklagen abgesetzt.

Abbildung 2.2: Die Anwendung der Par Value Method

Gezeichnetes Kapital	50.000
Eigene Aktien	- 5.000
Kapitalrücklage	50.000
Eigene Aktien	- 5.000
Gewinnrücklagen	200.000
Eigene Aktien	- 2.000
Summe Eigenkapital	288.000

Quelle: Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1998), S. 1674.

Werden eigene Aktien nicht zur Einziehung erworben oder ist die Zielsetzung des Aktienrückkaufs noch nicht definiert, findet die Cost Method Anwendung. Hierbei wird das Eigenkapital pauschal angepaßt. Das heißt, die eigenen Aktien werden vom Eigenkapital in der Summe aus gezeichnetem Kapital, Kapitalrücklage und Gewinnrücklagen insgesamt abgesetzt, aber es findet keine exakte Zuordnung zu den einzelnen Eigenkapitalpositionen statt.⁷

⁵Vgl. im folgenden zu den beiden Ausweisvarianten Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1998), S. 1673-1674.

⁶Vgl. Abbildung 2.2. In dem dargestellten Beispiel wird unterstellt, daß 10.000 Aktien zum Nennwert von 5 für einen Ausgabebetrag in Höhe von 10 emittiert wurden. Die Gewinnrücklagen betragen annahmegemäß 200.000. 1.000 Aktien werden zu einem Preis von 12 zurückgekauft.

⁷Vgl. Abbildung 2.3. In dem dargestellten Beispiel wird wiederum unterstellt, daß 10.000 Aktien zum Nennwert von 5 für einen Ausgabebetrag in Höhe von 10 emittiert wurden. Die

Abbildung 2.3: Die Anwendung der Cost Method

Gezeichnetes Kapital	50.000
Kapitalrücklage	50.000
Gewinnrücklagen	200.000
Eigenkapital brutto	300.000
Eigene Aktien	- 12.000
Summe Eigenkapital	288.000

Quelle: Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1998), S. 1674.

Wie die bisherigen Erläuterungen erkennen lassen, stellt die Par Value Method die komplexere, aber auch aussagekräftigere Methode dar.⁸ Im Unterschied zur Cost Method führt die Par Value Method zu einer exakten Anpassung der einzelnen Eigenkapitalpositionen. Im Ergebnis, das heißt, im Ausweis des Eigenkapitals in der Summe, unterscheiden sich die Methoden jedoch nicht. Beide führen zu einer – das ökonomische Verständnis widerspiegelnden – Abbildung des Rückkaufs eigener Aktien als Bilanzverkürzung.⁹

Im bilanzrechtlichen Vergleich muß man jedoch feststellen, daß sich der deutsche Gesetzgeber für eine andere Behandlung eigener Aktien entschieden hat. Entgegen der ökonomischen Perzeption und entgegen der US-amerikanischen Bilanzierungspraxis betrachtet der deutsche Gesetzgeber eigene Aktien als bilanzierungsfähige und bilanzierungspflichtige Vermögensgegenstände.¹⁰ Nach herrschender Rechtsprechung ist von einem Vermögensgegenstand auszugehen, sofern die folgenden drei Kriterien erfüllt sind¹¹: (1) gegen Aufwand erlangt, (2) einer selbständigen Bewertung zugänglich, (3) einen zukünftigen Nutzen versprechend. Das Vorliegen dieser drei Voraussetzungen wird von Juristen in Deutschland zumindest

Gewinnrücklagen betragen annahmegemäß 200.000. 1.000 Aktien werden zu einem Preis von 12 zurückgekauft.

⁸Vgl. Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1998), S. 1674.

⁹Tatsächlich hat sich in der US-amerikanischen Bilanzierungspraxis die weniger komplexe Cost Method durchgesetzt. Vgl. Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1998), S. 1674.

¹⁰Vgl. § 265 Abs. 3 Satz 2 HGB; § 266 Abs. 2 B.III.2 HGB; § 272 Abs. 4 Satz 1 HGB.

¹¹Vgl. z.B. Budde (1999), S. 675-676; Coenberg (1997), S. 70-71.

für den Fall bejaht, daß eigene Aktien nicht zur Einziehung erworben werden beziehungsweise ein Hauptversammlungsbeschluß für die Wiederveräußerung der eigenen Aktien nicht erforderlich ist. Anhand der drei Kriterien wird dies wie folgt begründet: (ad 1) Eigene Aktien werden gegen Aufwand erlangt; die rückkaufende Unternehmung zahlt einen am Börsenkurs orientierten Kaufpreis. (ad 2) Die eigenen Anteile sind individualisierbare Güter und mithin einer selbständigen Bewertung zugänglich. (ad 3) Weiterhin ist es dem Vorstand grundsätzlich jederzeit möglich, die eigenen Aktien durch einen Verkauf an der Börse zu verwerten; die erworbenen Anteile versprechen demnach einen zukünftigen Nutzen. Daß die dritte Voraussetzung in einer Krisensituation nicht mehr gegeben sein könnte, wird vom deutschen Gesetzgeber lediglich insofern berücksichtigt, als eigene Aktien nach § 266 Abs. 2 HGB in Verbindung mit § 265 Abs. 3 Satz 2 HGB im Umlaufvermögen in dem dafür vorgesehenen Posten auszuweisen sind.¹² Diese Zuordnung zum Umlaufvermögen impliziert, daß eigene Aktien nach dem strengen Niederstwertprinzip¹³ bewertet werden müssen. Das heißt, die zurückerworbenen Aktien sind zunächst mit den Anschaffungskosten anzusetzen; sollte der Wert der eigenen Aktien am Bilanzstichtag unterhalb der Anschaffungskosten liegen, ist auf diesen niedrigeren Wert abzuschreiben.¹⁴

Korrespondierend zu dem Posten des Umlaufvermögens ‚eigene Anteile‘ schreibt der deutsche Gesetzgeber eine Rücklage für (aktivierte) eigene Anteile auf der Passivseite vor.¹⁵ Diese Rücklage gemäß § 272 Abs. 4 HGB ist aus vorhandenen – frei verfügbaren – Gewinnrücklagen, einem Jahresüberschuß oder einem Gewinnvortrag zu bilden. Sie entfaltet die Wirkung einer Ausschüttungssperre.¹⁶ Bei Zuschreibungen beziehungsweise Abschreibungen auf die Position eigene Aktien des Umlaufvermögens ist die Rücklage für eigene Aktien entsprechend an-

¹²Vgl. Abbildung 2.4.

¹³Vgl. § 253 Abs. 3 Satz 1 HGB.

¹⁴Bei einem über den Anschaffungskosten liegenden Marktwert darf hingegen nicht auf den entsprechend höheren Wert zugeschrieben werden, da die Anschaffungskosten nach HGB als Höchstwerte fungieren.

¹⁵Vgl. Abbildung 2.4.

¹⁶Vgl. Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1998), S. 1675.

Abbildung 2.4: Die Bilanzierung eigener Aktien nach deutschem Handelsrecht

A. Anlagevermögen	A. Eigenkapital
I. Immaterielle Vermögensgegenstände	I. Gezeichnetes Kapital
II. Sachanlagen	II. Kapitalrücklagen
III. Finanzanlagen	III. Gewinnrücklagen
B. Umlaufvermögen	1. ...
I. Vorräte	2. Rücklage für eigene Anteile
II. Forderungen	3. ...
III. Wertpapiere	4. ...
1. ...	IV. Gewinnvortrag/Verlustvortrag
2. Eigene Anteile	V. Jahresüberschuß/Jahresfehlbetrag
3. ...	B. Rückstellungen
IV. Schecks, Kassenbestand etc.	C. Verbindlichkeiten
C. Rechnungsabgrenzungsposten	D. Rechnungsabgrenzungsposten

Quelle: § 266 HGB [Gliederung der Bilanz].

zupassen.¹⁷ Werden aktivierte eigene Aktien wieder veräußert, geht die Differenz aus Veräußerungserlös und Buchwert der eigenen Anteile in das handelsrechtliche Jahresergebnis ein; die Auflösung der Rücklage für eigene Anteile erhöht den Bilanzgewinn, nicht aber den Jahresüberschuß.¹⁸ Rechte stehen der Gesellschaft aus eigenen Aktien – zumindest in neuerer Zeit – nicht zu; Vermögens- und Stimmrechte von eigenen Aktien ruhen.¹⁹

Die vorangegangene Darstellung zeigt, daß die vom Gesetzgeber vorgeschriebene bilanzielle Behandlung des Aktienrückkaufs in Deutschland der ökonomischen Natur dieser besonderen Form der Ausschüttung wenig gerecht wird. Durch den Ausweis eigener Aktien als Aktivposten wird die ökonomische Wirkung dieses Instruments in gewissem Sinne verschleiert. Lediglich im Falle des Aktienrückkaufs zum Zwecke der Einziehung und in den bilanziell gleichgestellten Fällen schließt sich der deutsche Gesetzgeber der aus ökonomischer Sicht sachgerechten, von den USA praktizierten Vorgehensweise an. Aktien, die zur Einziehung erworben werden, dürfen auch in Deutschland nicht aktiviert werden. Gemäß ei-

¹⁷Vgl. Klingberg (1998), S. 1577.

¹⁸Vgl. Bundesministerium der Finanzen (1998), S. 3 (Rn. 10).

¹⁹Vgl. § 71 b AktG.

ner Mitteilung des Bundesministeriums der Finanzen ist regelmäßig von einem Erwerb zur Einziehung auszugehen, wenn „die Hauptversammlung die Einziehung der Aktien beschlossen hat (§ 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG); die Ermächtigung zum Eigenerwerb zum Zwecke der Einziehung erfolgt und es für die Einziehung eines weiteren Hauptversammlungsbeschlusses bedarf; die Ermächtigung zum Eigenerwerb zum Zwecke der Einziehung mit der Ermächtigung zur Durchführung der Einziehung verbunden wird“.²⁰ Weiterhin dürfen eigene Aktien auch dann nicht aktiviert werden, wenn die Ermächtigung zum Aktienrückkauf unter dem Vorbehalt steht, daß eine Wiederveräußerung der Anteile eines entsprechenden Hauptversammlungsbeschlusses bedarf (§ 272 Abs. 1 Satz 5 HGB).²¹

Im einzelnen ist die Absetzung der eigenen Anteile vom Eigenkapital in den oben genannten Fällen wie folgt durchzuführen²²: Der Nennbetrag beziehungsweise der rechnerische Wert der zum Zwecke der Einziehung erworbenen eigenen Aktien ist in der Vorspalte offen von dem Posten ‚gezeichnetes Kapital‘ als Kapitalrückzahlung abzusetzen.²³ Die Differenz zwischen dem Kaufpreis der eigenen Anteile und dem Nennwert beziehungsweise dem rechnerischen Wert dieser Anteile ist mit den Gewinnrücklagen zu verrechnen.²⁴ Gewisse Ähnlichkeiten mit der US-amerikanischen Par Value Method sind unverkennbar.²⁵ Auch der deutsche Gesetzgeber sieht eine Zuordnung zu den einzelnen Eigenkapitalpositionen bei der Absetzung der eigenen Aktien vor. Allerdings wird in Deutschland etwas pauschaler vorgegangen; der Zwischenschritt der Absetzung der Differenz zwischen Kaufpreis und Nennwert bis zu einer Höhe des ursprünglichen Ausgabekurses von der Kapitalrücklage entfällt; es wird pauschal mit den Gewinnrücklagen verrechnet.²⁶

²⁰Bundesministerium der Finanzen (1998), S. 2 (Rn. 6).

²¹Vgl. Bundesministerium der Finanzen (1998), S. 3 (Rn. 7).

²²Vgl. Bundesministerium der Finanzen (1998), S. 3 (Rn. 8).

²³Vgl. § 272 Abs. 1 Satz 4 HGB.

²⁴Vgl. § 272 Abs. 1 Satz 6 HGB. Anschaffungsnebenkosten – wie z.B. Provisionen – sind betrieblicher Aufwand.

²⁵Vgl. Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1998), S. 1675.

²⁶Vgl. Arbeitskreis „Externe Unternehmensrechnung“ der Schmalenbach-Gesellschaft (1998), S. 1676.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß sowohl in den USA als auch in Deutschland das Unterscheidungskriterium ‚zur Einziehung erworben/nicht zur Einziehung erworben‘ herangezogen wird. Während über dieses Kriterium in den USA ausschließlich das Verfahren zur Absetzung der eigenen Aktien vom Eigenkapital determiniert wird, kommt der Zweckbestimmung des Aktienrückkaufs – und damit letztlich dem Wortlaut des Hauptversammlungsbeschlusses – in Deutschland eine größere Bedeutung zu. Werden eigene Aktien zur Einziehung erworben, ist in Deutschland eine Absetzung der eigenen Aktien vom Eigenkapital zwingend vorgeschrieben. Erfolgt der Aktienrückkauf nicht zur Einziehung, sieht der deutsche Gesetzgeber entgegen der ökonomischen Perzeption eine Aktivierung der eigenen Aktien im Umlaufvermögen vor, wobei in diesem Fall die Bildung einer speziellen Rücklage für eigene Anteile ergänzend vorgeschrieben wird.

Dem ökonomischen Verständnis, wonach ein Aktienrückkauf letztlich eine Eigenkapitalrückzahlung an die Aktionäre darstellt, werden die US-amerikanischen Bilanzierungsvorschriften, die eine Absetzung zurückerworbener Aktien vom Eigenkapital zwingend vorsehen, im Kern gerecht.²⁷ Die deutschen Regelungen lassen hingegen erkennen, daß eine ausschließlich juristische Auseinandersetzung mit dem Instrument ‚Aktienrückkauf‘ nicht ausreicht. Es erscheint vielmehr notwendig, zunächst ein finanzierungstheoretisches Verständnis für dieses spezielle Ausschüttungsinstrument sowie Instrument zur Veränderung der Kapitalstruktur aufzubauen. Zielsetzung hierbei ist es, herauszuarbeiten, in welchem Kontext der Aktienrückkauf genutzt werden könnte.

2.2 Die Modigliani/Miller-These versus die traditionelle These

Intuitiv unterstellt man, daß die Kapitalstruktur sowie die Ausschüttungspolitik relevant sein müssen. Genau diese Sichtweise vertritt die traditionelle These;

²⁷Auch nach IAS (International Accounting Standards) sind eigene Anteile in der Bilanz als Abzug vom Eigenkapital auszuweisen. Vgl. International Accounting Standards Board (2002), S. 32-9, S. SIC-16-1 bis SIC-16-3.

sie greift jedoch in ihrer Begründung zu kurz. Nichtsdestotrotz soll die traditionelle These hier diskutiert werden, da – wie unten aufgezeigt wird – zahlreiche Nicht-Ökonomen sowie die breite Öffentlichkeit dieser so plausibel erscheinenden Sichtweise noch heute verhaftet sind. Zielsetzung dieses Abschnitts ist es daher, mit Hilfe der Argumentation von Modigliani/Miller die Kurzsichtigkeit der traditionellen Sichtweise aufzuzeigen und in Ansätzen bereits eine Vorstellung davon zu vermitteln, welche Bedeutung der neo-institutionalistischen Sichtweise im Kontext der finanzierungstheoretischen Diskussion des Aktienrückkaufs zukommt.

Im Kern gehen die Vertreter der traditionellen These von drei sich gegenseitig bedingenden Effekten einer zunehmenden Verschuldung aus. Im folgenden wird deutlich, daß diese Effekte eher den Charakter von Verhaltensannahmen bezüglich der Risikoperzeption und der Reaktion auf Risikoerhöhungen durch die Kapitalgeber haben.²⁸

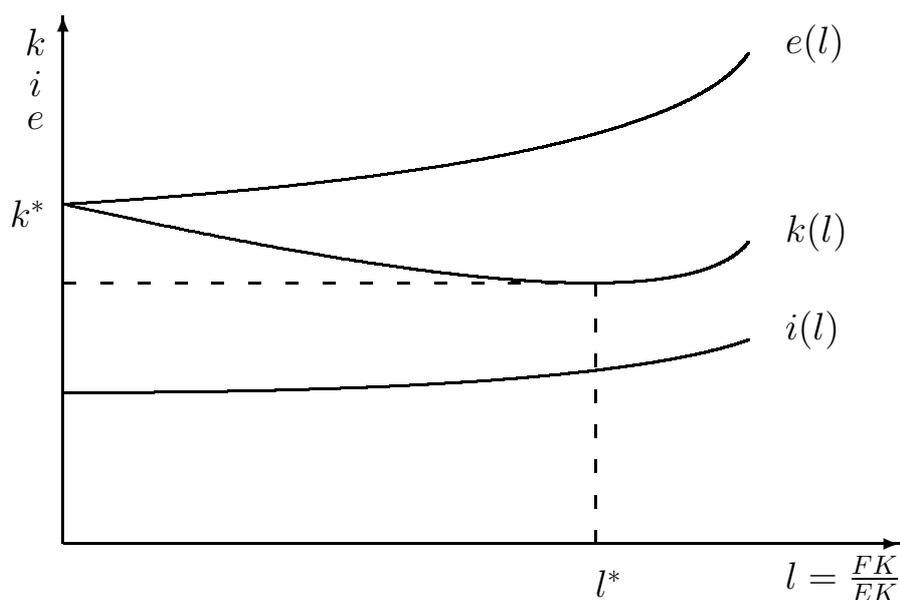
1. Teures Eigenkapital wird bei steigender Verschuldung durch billiges Fremdkapital ersetzt. Dieser erste Effekt führt *ceteris paribus* zu einem Absinken der durchschnittlichen Kapitalkosten.
2. Bedingt durch die Substitution von Eigenkapital durch Fremdkapital steigt das Risiko der Eigenkapitalgeber. Dies wird von letzteren zunächst jedoch nicht wahrgenommen, so daß erst ab einem bestimmten Grad der Verschuldung auch die von den Eigenkapitalgebern geforderte Rendite steigt. Dieser zweite Effekt führt *ceteris paribus* zu einem Anstieg der durchschnittlichen Kapitalkosten.
3. Ab einem gewissen Grad der Verschuldung fordern auch die Fremdkapitalgeber eine höhere Verzinsung, da sie ihre Kredite bei starker Verschuldung als riskant zu erachten beginnen und mithin eine höhere Risikoprämie ansetzen.²⁹ Dieser dritte Effekt führt wie Effekt (2) *ceteris paribus* zu einem Anstieg der durchschnittlichen Kapitalkosten.

²⁸Vgl. im folgenden Schmidt/Terberger (1997), S. 245-252.

²⁹In diesem Zusammenhang wird von traditioneller Seite nicht zwischen vereinbarter und erwarteter Verzinsung der Fremdkapitalgeber unterschieden, dies ist insbesondere bei risikobehaftetem Fremdkapital problematisch. Vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 247, FN 8.

Daß zunächst Eigenkapitalgeber (Effekt 2) und danach die Fremdkapitalgeber (Effekt 3) auf das steigende Risiko mit höheren Verzinsungsforderungen reagieren, liegt in der Pufferfunktion des Eigenkapitals begründet. Verluste gehen zunächst zu Lasten des Eigenkapitals; erst wenn dieses aufgezehrt ist, schlagen Verluste auf die Fremdkapitalgeberposition durch.

Abbildung 2.5: Die Kapitalkosten gemäß der traditionellen These



Quelle: Brealey/Myers (2003), S. 479; Schmidt/Terberger (1997), S. 246.

Graphisch verläuft die Funktion $k(l)$, die die durchschnittlichen Kapitalkosten als gewogenen Durchschnitt der Eigenkapitalkosten $e(l)$ und der Fremdkapitalkosten $i(l)$ darstellt, in einer U-Form,³⁰ wobei sie in l^* , der optimalen Kapitalstruktur, ein Minimum aufweist.³¹ Bis zum Erreichen dieses Minimums überwiegt bei steigender Verschuldung der unter (1) dargestellte kapitalkostenmindernde Effekt der Substitution von teurem Eigenkapital durch billiges Fremdkapital.³² Bei über l^* hinausgehender Verschuldung überwiegt die risikobedingte Steigerung der Eigenkapitalkosten den kapitalkostenmindernden Effekt (1); dadurch ist ein Anstieg der durchschnittlichen Kapitalkosten zu verzeichnen. Der zeitlich nachgeordnete

³⁰Vgl. Abbildung 2.5.

³¹Vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 245-247.

³²Vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 246.

Anstieg der Fremdkapitalkosten wirkt ebenfalls in Richtung eines Anstiegs der durchschnittlichen Kapitalkosten, ist für die Herleitung der traditionellen These jedoch nicht von entscheidender Bedeutung.³³

Auf der Grundlage der traditionellen Sichtweise könnte man zu der Auffassung gelangen, daß die Wirkungsrichtung eines Aktienrückkaufprogramms in folgender Form von der Kapitalstruktur in der Ausgangssituation abhängt: Liegt in der Ausgangssituation ein geringer Fremdkapitalanteil oder ein Fremdkapitalanteil von Null vor, resultieren aus dem Erwerb eigener Aktien sinkende durchschnittliche Kapitalkosten. Befindet sich die Unternehmung in der Ausgangslage jedoch im Optimum oder – graphisch gesprochen – rechts davon, würde ein Aktienrückkauf zu steigenden durchschnittlichen Kapitalkosten führen.

Die Annahme einer verzögerten Reaktion von Eigenkapitalgebern auf eine zunehmende Verschuldung, die zentral ist für die Herleitung der traditionellen These, beruht jedoch auf einer unsaubereren Trennung von finanziellem Eigenkapitalrisiko und Insolvenzrisiko. Das Insolvenzrisiko ist bei moderater Verschuldung tatsächlich noch gering, aber Eigenkapitalgeber sehen sich bereits mit moderat steigender Verschuldung einem erhöhten finanziellen Risiko in Form einer steigenden Volatilität ihrer Renditen gegenüber, und hierfür werden sie eine angemessene Verzinsung fordern.³⁴ Diese Opportunitätskosten ignoriert die traditionelle These, indem sie von einer verzögerten Renditeanpassung der Eigenkapitalgeber ausgeht. Unter der Annahme einer solchen verzögerten Renditeanpassung gehen sinkende durchschnittliche Kapitalkosten und ein damit steigender Marktwert der Unternehmung auf Kosten der Eigenkapitalgeber, die für das gestiegene Risiko ihrer Kapitalbeteiligung nicht angemessen entlohnt werden.

Modigliani/Miller haben diesen Schwachpunkt der traditionellen These aufgegriffen.³⁵ Folgt man ihrer Argumentation, kann die traditionelle These tatsächlich nur dann Bestand haben, wenn unterstellt wird, daß ein wirksamer Marktmecha-

³³Vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 247.

³⁴Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 472-473.

³⁵Vgl. Modigliani/Miller (1958).

nismus nicht existiert.³⁶ Im einzelnen gehen Modigliani/Miller in ihrer Argumentation von einem reibungslos funktionierenden (vollkommenen und vollständigen) Kapitalmarkt sowie gegebenen, von der Finanzierung unabhängigen Investitionsplänen der Unternehmen aus.³⁷ Unter den getroffenen Annahmen müssen identische Investitionen, mithin auch identische Unternehmen, die sich lediglich hinsichtlich ihrer Kapitalstruktur unterscheiden, den gleichen Preis haben. Demnach muß der Wert einer unverschuldeten Unternehmung dem Wert einer verschuldeten, aber ansonsten identischen Unternehmung aus derselben Risikoklasse entsprechen.³⁸ Modigliani/Miller begründen dies unter anderem damit, daß ein einzelner Investor jede durch eine Unternehmung induzierte Kapitalstrukturvariation imitieren beziehungsweise unwirksam machen kann, solange Privatpersonen zu den gleichen Konditionen Kredit erhalten und vergeben können wie Unternehmen.³⁹ Bei einer höheren Bewertung einer verschuldeten Unternehmung – wie sie die traditionelle These unterstellt – würden die Marktteilnehmer vermehrt Aktien dieser Unternehmung verkaufen, privat einen Kredit aufnehmen und Aktien einer unverschuldeten, aber ansonsten identischen Unternehmung kaufen.⁴⁰ Die Unternehmenswerte (Kurse) werden sich durch dieses Verhalten der Marktteilnehmer angleichen, bis sich ein Gleichgewicht auf dem Kapitalmarkt einstellt.⁴¹

Die Eigenkapitalkosten sind bei Modigliani/Miller eine lineare Funktion des Verhältnisses der Marktwerte von Fremdkapital zu Eigenkapital. Jede Erhöhung der erwarteten Eigenkapitalrendite kompensiert lediglich das erhöhte finanzielle Risiko der Eigenkapitalgeber bei zunehmender Verschuldung.⁴² Im Ergebnis sind die durchschnittlichen Kapitalkosten im Gleichgewicht konstant und somit unabhängig von der Kapitalstruktur.⁴³ Demnach existiert nach Modigliani/Miller auf einem vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkt bei gegebenen Investitionsplänen keine optimale Kapitalstruktur; eine Kombination von Eigenkapital zu

³⁶Vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 269.

³⁷Vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 268.

³⁸Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 467-468.

³⁹Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 467-468.

⁴⁰Vgl. zu dem Arbitragebeweis im einzelnen: Modigliani/Miller (1958), S. 269-271.

⁴¹Vgl. Modigliani/Miller (1958), S. 269.

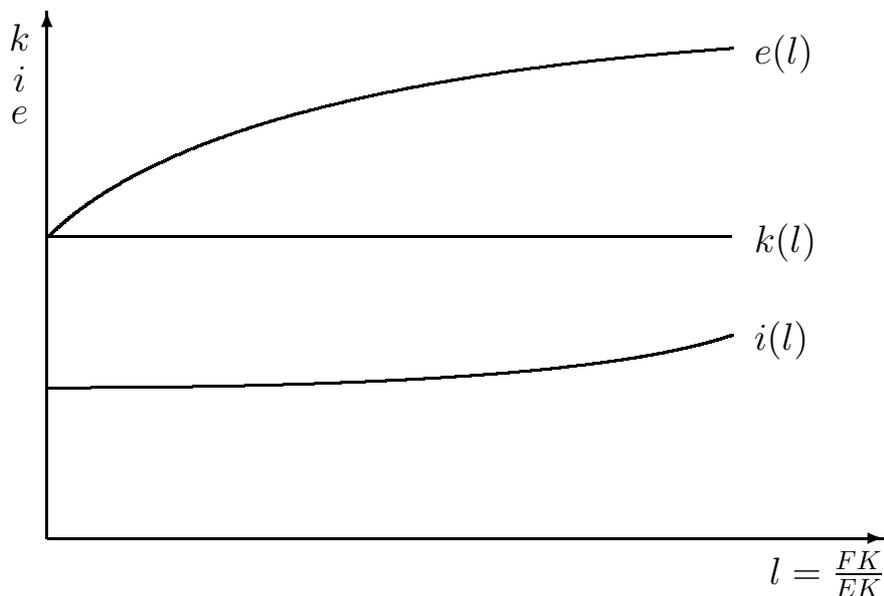
⁴²Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 472-475.

⁴³Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 472-475; Modigliani/Miller (1958), S. 288.

Fremdkapital ist so gut wie jede beliebig andere. Investitions- und Finanzierungsentscheidungen können auf einem vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkt mithin unabhängig voneinander getroffen, das heißt, separiert, werden.

Diese Argumentation von Modigliani/Miller gilt auch dann, wenn Fremdkapital als risikotragend angenommen wird. Der korrespondierende Anstieg der Fremdkapitalkostenkurve führt dann zu einem nicht mehr linearen, sondern degressiven Anstieg der Eigenkapitalkosten. Auch unter diesen erweiterten Annahmen gelangen Modigliani/Miller im Ergebnis zu konstanten durchschnittlichen Kapitalkosten.⁴⁴

Abbildung 2.6: Die Kapitalkosten gemäß der Modigliani/Miller-These



Quelle: Brealey/Myers (2003), S. 474.

In einem weiteren Aufsatz haben Modigliani/Miller die Irrelevanz der Dividendenpolitik auf einem vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkt im Gleichgewicht nachgewiesen.⁴⁵ Wiederum widerlegen sie hiermit eine traditionelle Sichtweise, die in der Tendenz hohe Dividendenzahlungen einfordert.⁴⁶ In Grundzügen

⁴⁴Vgl. hierzu Abbildung 2.6.

⁴⁵Vgl. Modigliani/Miller (1961).

⁴⁶Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 447.

verläuft die Argumentation von Modigliani/Miller wie folgt⁴⁷: Aktionäre sind, um an liquide Mittel zu gelangen, nicht auf Dividendenzahlungen angewiesen. Sie können vielmehr auch einen Teil ihrer Aktien am Markt veräußern. Gelingt es ihnen, den Vorstand bei gegebenen Investitionsplänen und einer gegebenen Kreditaufnahmepolitik zu einer mittels Kapitalerhöhung finanzierten höheren Dividendenzahlung zu bewegen, so gleicht die empfangene Dividendenzahlung gerade den Vermögensverlust infolge der Kapitalerhöhung und des dadurch sinkenden Werts ihres Eigenkapitalanteils aus. Entschließt sich der Altaktionär hingegen zur Veräußerung eines Teils seiner Aktien, so entspricht sein Vermögensverlust in Folge der Reduktion der von ihm gehaltenen Aktien genau dem Zufluß an liquiden Mitteln aus der Veräußerung. Keine der beiden Varianten ist auf einem reibungslos funktionierenden Kapitalmarkt der anderen überlegen. Auf einem vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkt entspricht der Vermögenstransfer von den Altaktionären zu den Neuaktionären im Falle einer Veräußerung eines Teils der von den Altaktionären gehaltenen Aktien genau dem Vermögenstransfer in Folge der Verwässerung des Kapitalanteils der Altaktionäre im Falle einer durch Kapitalerhöhung finanzierten Dividendenerhöhung. Mithin wird kein Investor einen höheren Preis für eine Unternehmung zahlen, die eine höhere Dividende auszahlt. Der Marktwert einer Unternehmung wird nicht von ihrer Dividendenpolitik oder allgemeiner ihrer Ausschüttungspolitik beeinflusst.

Die unter den getroffenen Modellannahmen gültigen Thesen von der Irrelevanz der Kapitalstruktur und der Irrelevanz der Ausschüttungspolitik implizieren auch eine Irrelevanz des Aktienrückkaufs. Das heißt, das Instrument ‚Erwerb eigener Aktien‘ kann innerhalb des Modellrahmens von Modigliani/Miller nicht diskutiert werden. Auf einem vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkt im Gleichgewicht mit gegebenen Investitionsplänen stellt ein Aktienrückkauf ein überflüssiges Unterfangen dar. Man bietet dem Aktionär mit einem (kreditfinanzierten) Rückkaufangebot etwas an, das er ohnehin erwerben kann. Aus diesem Grund dürfte im Anschluß an die Durchführung eines Rückkaufprogramms nach Modigliani/Miller

⁴⁷Vgl. im folgenden Brealey/Myers (2003), S. 442-443.

auch keine Veränderung in der Bewertung des Eigenkapitals festzustellen sein.

Der Verdienst von Modigliani/Miller in der finanzierungstheoretischen Diskussion besteht vor allem darin, daß sie auf der Basis von Gleichgewichtsüberlegungen und mit Hilfe von Arbitragebeweisen die Kurzsichtigkeit der traditionellen Argumentation aufgezeigt haben. Wie wichtig und aktuell dieses Aufzeigen der Schwächen der traditionellen Sichtweise noch heute ist, verdeutlichen die nachfolgend wiedergegebenen Zitate.

Benckendorff, ein Autor mit juristischer Ausbildung, schreibt: „Der Rückwerb eigener Aktien ermöglicht also der Gesellschaft, ihre Kapitalstruktur den tatsächlichen Bedürfnissen anzupassen und damit Kapitalkosten zu sparen“.⁴⁸ Es fällt der Ausdruck „Kapitalkosten zu sparen“⁴⁹ ins Auge. Darin schwingt die Vorstellung eines autonomen Unternehmens mit, für das die Renditen der Eigenkapitalgeber lästige Kosten darstellen und nicht Ausdruck der Opportunitätskosten der Aktionäre sind, die sich alternativen Investitionsmöglichkeiten gegenübersehen. Später führt der Verfasser aus: „Die Eigenkapitalrendite wächst daher mit zunehmendem Verschuldungsgrad nicht linear. Vielmehr kehrt sich der positive ‚Leverage-Effekt‘ von einem bestimmten Verschuldungsgrad an um“.⁵⁰ Es bleibt offen, was der Autor mit einer Umkehrung des positiven Financial-Leverage-Effektes meint. Vermutlich sollte seine Äußerung in Richtung einer Überlagerung des positiven Financial-Leverage-Effektes (Anstieg der Eigenkapitalrendite) durch den negativen Financial-Leverage-Effekt (Anstieg des Eigenkapitalrisikos) zielen. Die zitierte Aussage von Benckendorff läßt sich jedoch eindeutig der traditionellen Denkrichtung zuordnen, da er, wie dies typisch für die traditionelle These ist, von der Existenz einer optimalen Kapitalstruktur ausgeht, die in einer mangelnden Perzeption des Risikos seitens der Eigenkapitalgeber gründet.

Als ein weiteres Beispiel für eine auf der traditionellen Sichtweise basierende Ausarbeitung kann der Artikel von Rams (1997) angeführt werden. Dort heißt es: „Dieses [das Passiva-Management] ist auf eine Senkung der Kapitalkosten ...

⁴⁸Benckendorff (1998), S. 51.

⁴⁹Benckendorff (1998), S. 51.

⁵⁰Benckendorff (1998), S. 52.

ausgerichtet . . . Im Vordergrund steht hier der entweder absolute oder zumindest relative Ersatz von teurem Eigen- durch billiges Fremdkapital . . . In jedem Fall ist jedoch sowohl unter Rentabilitäts- als auch unter Risikoaspekten die Schwelle zu beachten, ab der aufgrund des erhöhten Verschuldungsgrades die Gesamtkapitalkosten wieder ansteigen“.⁵¹ Die enge Anlehnung an die traditionelle Sichtweise wird in diesem Zitat überaus deutlich. Die traditionelle Argumentation wird geradezu nachgezeichnet. Unter Verweis auf den Artikel von Rams schreiben auch Kraft/Altvater (1998): „In Niedrigzinsphasen, wie wir sie derzeit erleben, bietet sich die Substitution von Eigen- durch Fremdkapital an, um die durchschnittlichen Kapitalkosten zu senken und durch Erzielung eines Leverage-Effektes die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital zu erhöhen“.⁵² Auch diese Autoren mit juristischem Hintergrund übernehmen die so plausibel erscheinende traditionelle These und vernachlässigen, daß die entsprechende Argumentation zu kurz greift.

2.3 Marktunvollkommenheiten durch Steuern

Die Erhebung von Steuern auf der Ebene der Körperschaften sowie auf der Ebene der Anteilseigner kann dazu führen, daß die Modigliani/Miller-Thesen von der Irrelevanz der Kapitalstruktur und der Irrelevanz der Ausschüttungspolitik in der oben präsentierten Form nicht haltbar sind.⁵³ Angesichts einer unterschiedlichen steuerlichen Behandlung von Fremdkapitalzinsen und Dividendenzahlungen auf der Ebene der Körperschaften, zum Beispiel einer ausschließlichen Abzugsfähigkeit für Fremdkapitalzinsen, könnte die Kapitalstruktur den Marktwert einer Unternehmung beeinflussen und mithin auch relevant sein.⁵⁴ Entsprechend könnte eine unterschiedliche Besteuerung von einbehaltenen und ausgeschütteten Gewinnen auf der Unternehmensebene den Marktwert einer Unternehmung beeinflussen.⁵⁵

⁵¹Rams (1997), S. 217-218.

⁵²Kraft/Altvater (1998), S. 448.

⁵³Die beiden Autoren, Modigliani und Miller, haben die Bedeutung von Steuern bereits 1963 in ihrem Aufsatz „Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction“ aufgezeigt.

⁵⁴Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 489-495.

⁵⁵In Deutschland wird derzeit ein einheitlicher Körperschaftsteuersatz von 25 Prozent auf einbehaltene und ausgeschüttete Gewinne erhoben. Vgl. § 23 Abs. 1 KStG.

Im folgenden soll die durch Steuern induzierte Relevanz der Ausschüttungspolitik exemplarisch anhand der unterschiedlichen Behandlung von Dividendenzahlungen und Veräußerungsgewinnen auf der Ebene des Anteilseigners (Stand: Ende 2002) verdeutlicht werden.⁵⁶ Hält ein in Deutschland steuerpflichtiger Anleger in seinem Privatvermögen Aktien, so ist die Hälfte der ausgeschütteten Dividenden nach § 3 Nr. 40 EStG steuerfrei gestellt; die Hälfte der Dividendenzahlung wird seinem persönlichen Einkommensteuersatz unterworfen.⁵⁷ Veräußert derselbe Steuerpflichtige im Zuge eines Aktienrückkaufprogramms die von ihm gehaltenen Anteile, so ist der erzielte Veräußerungsgewinn steuerfrei gestellt, sofern die Spekulationsfrist abgelaufen und seine Beteiligung nicht wesentlich ist.⁵⁸ Erfolgt die Veräußerung hingegen innerhalb der Spekulationsfrist oder ist der Aktionär wesentlich, das heißt, mit mindestens einem Prozent am gezeichneten Kapital der Gesellschaft beteiligt, so erfolgt die Besteuerung des Veräußerungsgewinns genau wie die Besteuerung von Dividenden nach dem Halbeinkünfteverfahren. Dies impliziert, daß die Hälfte des erzielten Veräußerungserlöses der persönlichen Einkommensteuer unterworfen wird.

Eine geringere Steuerbelastung von Veräußerungsgewinnen gegenüber Dividendenzahlungen könnte dazu führen, daß Privatanleger verstärkt in Unternehmen investieren, die Ausschüttungen eher in Form von Aktienrückkäufen als in Form von Dividenden vornehmen.⁵⁹ Im Hinblick auf den deutschen Kapitalmarkt ist jedoch zu berücksichtigen, daß ein wesentlicher Teil des Aktienkapitals von anderen Unternehmen gehalten wird. Bei diesen Körperschaften sind gemäß § 8 KStG sowohl Gewinne aus der Veräußerung von Beteiligungen an anderen Körperschaf-

⁵⁶Aktuell (Stand: Anfang 2003) ist in Deutschland eine Erweiterung der Steuerpflicht für Veräußerungsgewinne geplant. Diskutiert werden ein Wegfall der Spekulationsfrist sowie die Einführung eines proportionalen Steuersatzes von 15 Prozent, wobei im Falle von Veräußerungsgewinnen aus Aktien das Halbeinkünfteverfahren Anwendung finden soll. Vgl. Bundesministerium der Finanzen (2003).

⁵⁷Vgl. zum Halbeinkünfteverfahren und dessen Anwendung z. B. Hoereth/Schiegl/Zipfel (2002). Eine Anrechnung der auf der Ebene der Körperschaft gezahlten Steuer in Höhe von 25 Prozent auf ausgeschüttete Gewinne ist nicht mehr möglich. Vgl. z.B. Schremper (2002), S. 34-35.

⁵⁸Nach § 17 Abs. 1 S. 1 EStG ist ab einer Beteiligung in Höhe von einem Prozent des gezeichneten Kapitals von einer wesentlichen Beteiligung auszugehen.

⁵⁹Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 448.

ten als auch erhaltene Dividendenzahlungen von der Körperschaftsteuer befreit. Unternehmen dürften unter diesem steuerlichen Aspekt demnach keine Präferenz für einen Aktienrückkauf im Unterschied zu einer Dividendenzahlung aufweisen. Insgesamt ist die Beurteilung der steuerlichen Vorteilhaftigkeit von Aktienrückkäufen gegenüber Dividendenzahlungen demnach abhängig davon, ob es sich bei dem Anteilseigner um eine Körperschaft oder um eine der Einkommensteuer unterliegende Privatperson handelt; weiterhin kann die steuerliche Situation des einzelnen Privatanlegers die Beurteilung der beiden Ausschüttungsvarianten beeinflussen.⁶⁰

Letztlich erscheint jedoch eine Argumentation im Hinblick auf die Relevanz der Kapitalstruktur sowie der Ausschüttungspolitik und mithin auch eine Beurteilung des Aktienrückkaufs allein auf Basis steuerlicher Überlegungen nicht ausreichend.⁶¹ Dies belegen unter anderem empirische Untersuchungen in den USA, die im Anschluß an den Tax Reform Act von 1986 durchgeführt wurden. Hierbei hat man festgestellt, daß trotz drastisch verminderter Attraktivität steuerlich motivierter Aktienrückkäufe das Rückkaufvolumen nach 1986 nicht signifikant zurückgegangen ist.⁶² Im Kern führte der Tax Reform Act von 1986 für die Mehrheit der Aktionäre zu einem einheitlichen Steuersatz auf Veräußerungsgewinne und Dividenden, während vor 1986 Veräußerungsgewinne deutlich niedriger besteuert wurden als Dividenden.⁶³ Daher erscheint es gerechtfertigt, nach anderen Begründungen für die Relevanz der Kapitalstruktur und der Ausschüttungspolitik zu suchen.

⁶⁰Insbesondere die Frage, ob der Sparerfreibetrag bereits ausgeschöpft ist oder noch in Anspruch genommen werden kann, wird hierbei von Bedeutung sein. Weiterhin fließt der persönliche Grenzsteuersatz in die Beurteilung ein.

⁶¹Diese Auffassung teilen z.B. Dittmar (2000), S. 347, S. 349; Dittmar/Dittmar (2002), S. 19-21; Jagannathan/Stephens/Weisbach (2000), S. 367.

⁶²Vgl. Bagwell/Shoven (1989), S. 134, S. 137; Barclay/Smith (1988), S. 63; Robin (1991), S. 62-63.

⁶³Ab 1992 nahm die steuerliche Belastung von Dividendenzahlungen gegenüber Veräußerungsgewinnen in den USA wieder zu. Derzeit (Stand: Ende 2002) gilt für die Mehrheit der Aktionäre in den USA, daß Veräußerungsgewinne mit einem Steuersatz von 20 Prozent besteuert werden; Dividenden sind hingegen mit dem persönlichen Einkommensteuersatz zu versteuern, der bei einem zu versteuernden Einkommen über \$ 65.550 zwischen 30,5 und 39,1 Prozent liegt. Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 451. Aktuell (Stand: Anfang 2003) sind in den USA jedoch Änderungen – in Richtung einer Freistellung von Dividendenzahlungen auf der Ebene der Anteilseigner – in der Diskussion.

2.4 Die neo-institutionalistische Sichtweise

2.4.1 Das grundlegende Argumentationsmuster

Mit Beginn der siebziger Jahre des 20. Jahrhunderts begann sich eine neue (neo-institutionalistische) Sichtweise unter anderem auch in der Finanzierungstheorie zu etablieren.⁶⁴ Der Annahmenrahmen von Modigliani/Miller wurde gelockert, Unvollkommenheiten auf Märkten wurden explizit in die Argumentation eingeführt. Durch das Zulassen von Informations- und Anreizproblemen kehrte die Relevanz der Kapitalstruktur und der Ausschüttungspolitik in die Theorie zurück. Die Auswirkungen der Finanzierungsstruktur auf die Investitionspolitik und damit den Wert der Unternehmung konnten und können in diesem neuen theoretischen Rahmen diskutiert werden.

Anders als die traditionelle These von der Relevanz der Kapitalstruktur und Ausschüttungspolitik fußt die neo-institutionalistische Sicht nicht nur auf vagen Verhaltensannahmen, die von Arbitrageuren auf Märkten ausgenutzt werden könnten, sondern berücksichtigt den Markt explizit. Abweichend von Modigliani/Miller wird jedoch von einem Markt ausgegangen, auf dem Informations- und Anreizprobleme zu Unvollkommenheiten führen. Insgesamt könnte man den neo-institutionalistischen Ansatz daher als eine Art Synthese von traditioneller Sicht und Modigliani/Miller-Sicht bezeichnen.⁶⁵

Die verschiedenen Akteure werden in dieser neuen Sichtweise explizit betrachtet, wobei im Finanzierungsbereich die Eigenkapital- und Fremdkapitalgeber sowie das Management eines Unternehmens als Hauptakteure identifiziert werden können. Diese wählen aufgrund von Marktunvollkommenheiten nicht generell eine den Gesamtunternehmenswert maximierende Finanzierungspolitik, sondern versuchen, jeweils ihren persönlichen Nutzen zu maximieren. Angesichts asymmetrisch verteilter Informationen wird eine solche persönliche Nutzenmaximierung auch auf Kosten der jeweils anderen Interessengruppen erzielt. Gerade im

⁶⁴Vgl. Terberger (1994).

⁶⁵Vgl. Schmidt/Terberger (1997), S. 472.

Finanzierungsbereich sind die Informations- und die korrespondierenden Anreizprobleme besonders ausgeprägt, da keine Güter im traditionellen Sinne, sondern Zahlungsströme gehandelt werden. ‚Geld heute‘ wird gegen zukünftige Zahlungsverprechen getauscht.

Insgesamt kann die Unternehmung innerhalb des neo-institutionalistischen Rahmens als ein Netz von Beziehungen beziehungsweise Verträgen zwischen unterschiedlichen Interessengruppen mit unterschiedlichem Informationsstand betrachtet werden. Vor dem Hintergrund dieser erst seit den siebziger respektive den achtziger Jahren des 20. Jahrhunderts zur Verfügung stehenden finanzierungstheoretischen Sichtweise lassen sich auch die Wirkungen eines Aktienrückkaufs diskutieren. Tatsächlich liefert allein die neo-institutionalistische Sichtweise in der Finanzierungstheorie hierzu eine Grundlage, da nur sie reale, am Markt zu beobachtende Phänomene explizit zuläßt.

Die neo-institutionalistische Sichtweise zur Finanzierungstheorie kann in drei Argumentationslinien unterteilt werden: Eine Argumentationslinie hebt die Anreizwirkungen hervor, eine andere betont die Funktion von Ausschüttungs- und Kapitalstrukturpolitik als Signalisierungsinstrument, eine dritte fokussiert die Bedeutung der Einfluß- und Kontrollstrukturen.

2.4.2 Die Anreizwirkungen

Variationen der Kapitalstruktur und der Ausschüttungspolitik können Veränderungen der Anreize und mithin des (Investitions-)Verhaltens des Managements induzieren. Durch das veränderte Verhalten der Manager werden auch die Ertragsströme von Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern und damit die Unternehmenswerte beeinflusst.⁶⁶

Einige Autoren zeigen in diesem Kontext einen möglichen positiven Zusammenhang zwischen dem Marktwert des Eigenkapitals und der Höhe des Fremdkapitalanteils auf.⁶⁷ Grossman/Hart (1982) leiten eine positive Wirkung des Fremd-

⁶⁶Vgl. Holmström/Tirole (1989), S. 79.

⁶⁷Vgl. z.B. Grossman/Hart (1982); Jensen (1986).

kapitals auf der Basis eines Trade-off zwischen Insolvenzgefahr und Consumption on the Job her, wobei sie von einem Unternehmen ausgehen, das von einem Fremdmanagement geleitet wird.⁶⁸ Unter den Begriff des Consumption on the Job beziehungsweise der Fringe Benefits subsumiert man den Konsum des Managers am Arbeitsplatz aus dem Unternehmensvermögen.⁶⁹ Dieser Konsum erhöht das persönliche Nutzenniveau des Managers vor allem zu Lasten der Eigenkapitalgeber. Jensen (1986) führt eine positive Anreizwirkung auf die mit Fremdkapital verbundene Verpflichtung des Managements zurück, Free Cash Flow⁷⁰ an den Kapitalmarkt abzuführen. Diese Reduktion des unter der Verfügungsmacht des Managers stehenden Kapitals vermindere die mit Free Cash Flow zusammenhängenden Anreizprobleme, wie zum Beispiel den Konsum des Managers am Arbeitsplatz oder die Verfolgung einer Empire-Building-Strategie.⁷¹ Unter der zuletzt genannten Strategie versteht man die Neigung des Managers, einen Großkonzern aufzubauen, der die Macht und das Prestige des Managements erhöht, aber mit Investitionen verbunden sein kann, die einen negativen Kapitalwert aufweisen. Eine solche Strategie liegt nicht im Interesse der Aktionäre.

Den fremdkapitalfinanzierten Aktienrückkauf erwähnt Jensen explizit als ein Instrument, um Anreizproblemen des Managements entgegenzuwirken und den Marktwert des Eigenkapitals zu steigern.⁷² Das heißt, die durch einen fremdkapitalfinanzierten Aktienrückkauf induzierte Veränderung der Kapitalstruktur sowie der korrespondierende Liquiditätsabbau sollten von Eigenkapitalgeberseite unter anreizorientierten Aspekten in der Tendenz positiv beurteilt werden. Das Maß an Bindung beziehungsweise Disziplinierung sei deutlich höher als im Falle eines Versprechens gegenüber den Aktionären, die Dividende jährlich zu erhöhen; denn Fremdkapitalgeber können bei Nicht-Erfüllung des Versprechens auf verzinster

⁶⁸Vgl. Grossman/Hart (1982), S. 131; Holmström/Tirole (1989), S. 81.

⁶⁹Consumption on the Job kann sich manifestieren in einem übertrieben großen Dienstwagen, in der regelmäßigen Neuanschaffung teurer Büromöbel, in der Erledigung privater Dienstleistungen durch das Unternehmenspersonal etc.

⁷⁰Jensen definiert Free Cash Flow als den Cash Flow, der über den zur Durchführung sämtlicher Investitionprojekte mit positivem Kapitalwert erforderlichen Cash Flow hinausgeht. Vgl. Jensen (1986), S. 323.

⁷¹Vgl. Holmström/Tirole (1989), S. 81, FN 16; Jensen (1986), S. 324.

⁷²Vgl. Jensen (1986), S. 324.

Rückzahlung im Rahmen der insolvenzrechtlichen Regelungen gegen den Schuldner vorgehen,⁷³ während Aktionäre bei ausbleibender Dividendenerhöhung nur mit einem Verkauf ihrer Anteile reagieren können und dadurch unter Umständen sogar selbst einen Verlust erleiden.

Im Hinblick auf eine differenzierte Betrachtung ist auf seiten der Eigenkapitalgeber zusätzlich zu unterscheiden zwischen denjenigen Aktionären, die ihre Anteile im Zuge eines Rückkaufprogramms veräußern und damit aus der Gesellschaft ausscheiden, und denjenigen Aktionären, die ihre Anteile trotz des Rückkaufprogramms weiterhin halten. Die Bewertung des Aktienrückkaufs durch die beiden Eigenkapitalgebergruppen wird hierbei wesentlich von der Höhe des Rückkaufpreises beziehungsweise der gewährten Prämie abhängen. Die Eigenkapitalgeber, die ihre Anteile im Rahmen des Rückkaufprogramms veräußern, werden das Programm positiv bewerten, sofern sie einen angemessenen beziehungsweise über dem Börsenkurs liegenden Preis für ihre Anteile erzielen; einer Reduktion der Moral-Hazard-Risiken im Anschluß an ihr Ausscheiden aus der Gesellschaft stehen sie indifferent gegenüber. Die Aktionäre, die ihre Anteile nicht veräußern, sollten einer erhöhten Ausschüttung und geringeren Gewinnthesaurierung aufgrund der Reduktion der Anreizprobleme in der Manager-Eigner-Beziehung grundsätzlich positiv gegenüberstehen. Durch die Zahlung von überhöhten Preisen im Rahmen des Aktienrückkaufprogramms könnten den verbleibenden Aktionären jedoch Nachteile entstehen.⁷⁴

Während Grossman/Hart und Jensen die Auffassung vertreten, daß ein hoher Verschuldungsgrad und damit auch ein Aktienrückkauf aus Eignersicht tendenziell vorteilhaft ist, weisen zum Beispiel Myers (1977) und Stulz (1990) auf eine mit Fremdkapital verbundene Erhöhung der Anreizproblematik hin. Nach Myers kann eine erhöhte Fremdkapitalaufnahme zu einer suboptimalen Investitions-

⁷³Vgl. Jensen (1986), S. 324.

⁷⁴Vgl. Untersuchungen zu Negotiated Repurchases bzw. zu Aktienrückkäufen im Zusammenhang mit der Abwehr feindlicher Übernahmen in den USA, die belegen, daß durch die Zahlung überhöhter Rückkaufpreise die verbleibenden Aktionäre geschädigt wurden: Barclay (1992), S. 409; Bradley/Wakeman (1983), S. 302, S. 307, S. 327; Dann/DeAngelo (1983), S.278-280, S. 290-292, S. 295; Denis (1990), S. 1452-1453; Klein/Rosenfeld (1988), S. 503-504.

politik führen, da höher verschuldete Unternehmungen unter Umständen vorteilhafte Investitionen, die geeignet sind, den Gesamtmarktwert der Unternehmung positiv zu beeinflussen, nicht durchführen.⁷⁵ Vorteilhafte Investitionen könnten beispielsweise dann nicht durchgeführt werden, wenn die Erträge aus den Projekten vor allem den Fremdkapitalgebern zufließen.⁷⁶ Gläubiger werden mithin eine Ausschüttungserhöhung sowie eine Erhöhung des Fremdkapitalanteils in der Tendenz negativ bewerten, da entsprechende Variationen der Finanzierungspolitik ihre Position schwächen.

Insgesamt werden anreizorientierte Modelle dahin gehend kritisiert, daß sie die Richtung der Anreizwirkung von Fremdkapital oder von Ausschüttungen nicht eindeutig erklären können. Für Eigenkapitalgeber erscheint eine Erhöhung des Fremdkapitalanteils aufgrund der Erhöhung ihres Kontrollpotentials gegenüber dem Fremdmanagement in der Tendenz vorteilhaft, während Fremdkapitalgeber eine entsprechende Finanzierungspolitik, die zur Reduzierung des Schuldendeckungspotentials führt, negativ bewerten. Der Manager wird die disziplinierende Wirkung des Fremdkapitals und die korrespondierende Beschränkung seines Handlungsspielraums negativ bewerten. Im Ergebnis ist auch die Wirkung eines Aktienrückkaufs vor dem Hintergrund dieser anreizorientierten Modelle unklar.

Schließlich ist es wenig plausibel, daß die Kapitalstruktur von Eigenkapitalgeberseite unmittelbar als Disziplinierungsinstrument zur Lösung von Anreizproblemen in der Beziehung zum Management genutzt wird. Aghion/Bolton bringen diese Kritik in folgender Frage pointiert zum Ausdruck: „... why use the capital structure as an incentive-scheme when other direct salary-incentive schemes appear to be cheaper?“⁷⁷

⁷⁵Vgl. Myers (1977), S. 149. Stulz (1990) argumentiert in der Tendenz ähnlich.

⁷⁶Eigenkapitalgeber würden unter dieser Voraussetzung eine Unterlassung der entsprechenden Investitionen befürworten.

⁷⁷Aghion/Bolton (1989), S. 287.

2.4.3 Die Signalwirkungen

Von Autoren, die der zweiten neo-institutionalistischen Argumentationslinie zuzurechnen sind, wird der Finanzierungspolitik eine Signalwirkung zugeschrieben. Ausgangspunkt ist hierbei die Annahme, daß ein Fremdmanager die Eigenkapitalgeber aufgrund der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen den Interessengruppen über die wirtschaftliche Lage des Unternehmens unterrichten muß. Anderenfalls bestünde die Gefahr, daß sich die schlechter informierten Eigenkapitalgeber vom Markt oder aus ihrem Engagement in das von einem Fremdmanager geleitete Unternehmen zurückziehen. Eine einfache Informationsübermittlung wird in diesem Kontext scheitern, da Informationen nicht per se glaubwürdig sind; vielmehr wissen rationale Eigenkapitalgeber, daß ein Anreiz auf seiten der besser informierten Manager darin besteht, vorteilhafte Informationsinhalte zu übermitteln.⁷⁸ Vor diesem Hintergrund stellt das Signalling ein Instrument dar, um die Informations- und damit zusammenhängende Anreizprobleme zu reduzieren, wobei die Glaubwürdigkeit eines Signals jeweils dadurch gewährleistet werden soll, daß falsche Signale für die besser informierte Partei mit deutlich höheren Kosten verbunden sind als korrekte Signale.

Ross, neben Leland/Pyle einer der Wegbereiter dieser Argumentationslinie,⁷⁹ hat bereits 1977 einen solchen Signalling-Mechanismus aufgezeigt. In seinem Modell signalisiert der besser informierte Manager seine Einschätzung bezüglich des zukünftigen Marktwerts des Eigenkapitals über die Höhe des Verschuldungsgrads, wobei eine hohe Verschuldung als positives Signal aufzufassen ist.⁸⁰ Das Signal wird nach Ross durch den korrespondierenden Anstieg der Insolvenzwahrscheinlichkeit in seiner Glaubwürdigkeit abgesichert.

Bezogen auf das Signal ‚Aktienrückkauf‘ sollen die Eigenkapitalgeber aus der Erhöhung des Fremdkapitalanteils sowie der Ausschüttung liquider Mittel auf eine positive wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens schließen. Bezüglich des

⁷⁸Vgl. z.B. Neus (1995), S. 148.

⁷⁹Vgl. Holmström/Tirole (1989), S. 84.

⁸⁰Vgl. Ross (1977); Nemeč (1999), S. 63-64.

genauen Inhalts des Signals findet man unterschiedliche Annahmen. Während einige Autoren davon ausgehen, daß der Erwerb eigener Aktien eine aktuelle Unterbewertung der Unternehmung signalisiert,⁸¹ gehen andere davon aus, daß der zukünftige Cash Flow signalisiert wird.⁸² Wiederum andere gehen von einem Signal mit Bezug auf allgemein vorteilhafte Informationen⁸³ beziehungsweise eine Investitionspolitik im Sinne der Aktionäre aus.⁸⁴ Die Ausprägung beziehungsweise Bedeutung des Signals im Detail ist demnach unklar und läßt sich auch nicht genau ermitteln. Grundsätzlich geht man aber von einem positiven Signal im Hinblick auf den Marktwert des Eigenkapitals aus. Die Glaubwürdigkeit des Signals ‚Aktienrückkauf‘ beruht darauf, daß sich nur prosperierende Unternehmen eine Erhöhung der Ausschüttung leisten können. Für Unternehmen in einer wirtschaftlich kritischen Situation würde der Abfluß liquider Mittel vor allem einen Anstieg der Insolvenzwahrscheinlichkeit und damit eine Gefährdung ihrer Existenz implizieren.⁸⁵

Im Gegensatz zu den Eigenkapitalgebern werden Gläubiger das Signalisieren durch eine erhöhte Ausschüttung und einen Anstieg des Fremdkapitalanteils weniger schätzen.⁸⁶ Für sie stellen erhöhte Entnahmen eine Schwächung ihrer Position dar, die für Eigner vor allem auch dann attraktiv erscheint, wenn Fremdkapitalgebern – zum Beispiel angesichts einer drohenden Insolvenz – Haftungsmasse entzogen werden soll. Im Extremfall könnten erhöhte Ausschüttungen und eine Erhöhung des Fremdkapitalanteils demnach auch ein Signal dafür sein, daß sich ein Unternehmen in einer wirtschaftlich sehr kritischen Lage befindet. In einer solchen Situation drohender Insolvenz wird es im wesentlichen von den rechtlichen Regelungen abhängen, inwiefern eine erhöhte Ausschüttung zu Lasten der Gläubiger getätigt werden kann. Die Argumentation verdeutlicht jedoch, daß ein Erwerb eigener Aktien auch als Signal für eine sehr geringe Zukunftsfähigkeit

⁸¹Vgl. Dann (1981), S. 117; Jagannathan/Stephens (2001), S. 3-4; Ofer/Thakor (1987).

⁸²Vgl. Jagannathan/Stephens (2001), S. 3-4; Ross (1977); Wansley/Lane/Sarkar (1989), S. 98.

⁸³Vgl. Dann (1981), S. 136; Vermaelen (1981).

⁸⁴Vgl. Brealey/Myers (2003), S. 448.

⁸⁵Vgl. Bagwell/Shoven (1989), S. 135, die in diesem Zusammenhang von den „cost to a ‚bad‘ firm of mimicking the ‚good‘ firm“ sprechen.

⁸⁶Vgl. Dann (1981), S. 118.

eines Unternehmens gewertet werden kann.⁸⁷

Insgesamt ist es aufgrund der aufgezeigten Vieldeutigkeit schwierig, zu allgemeingültigen Ergebnissen und damit einer einheitlichen Bewertung des Aktienrückkaufs auf der Grundlage von Signalisierungsmodellen zu gelangen. Kritisch bewertet werden insbesondere folgende Punkte: Es wird nicht thematisiert oder hinterfragt, „welche materiellen Funktionen und Wirkungen die Kapitalstruktur bzw. die Dividendenpolitik außer der Informationsfunktion hat“.⁸⁸ Weiterhin ist die Ausblendung der Informationsprobleme gegenüber der jeweils anderen Kapitalgebergruppe typisch für signalisierungstheoretische Modelle; dies gilt jedoch auch für die zuvor betrachteten anreizorientierten Modelle zur Kapitalstruktur.⁸⁹ Schließlich hängen die qualitativen Ergebnisse sehr stark davon ab, welche Annahmen bezüglich der Präferenzstruktur und der Risikoneigung des Managers getroffen werden⁹⁰ und welche Informationen mittels welchen Instruments signalisiert werden.⁹¹ Holmström/Tirole gelangen daher zu folgender Einschätzung: „It is difficult to build discipline into a theory which depends on something as inherently unobservable as the nature of the information that the manager possesses“.⁹²

2.4.4 Die Kontrollstrukturen

Aghion/Bolton gehörten zu den ersten Autoren, die auf die Bedeutung der Kapitalstruktur in unvollständigen Verträgen hinwiesen. Sie bewerten den Stellenwert dieses Ansatzes wie folgt: „It is our contention that the different control rights attached to instruments such as debt or equity may be just as important in determining the financial structure of these firms as the difference in their revenue-streams or tax-treatments“.⁹³ Auch Dewatripont/Tirole (1994) betonen,

⁸⁷Vgl. diesbezüglich die „value-decreasing interpretation of stock repurchase“ bei Dann (1981), S. 117.

⁸⁸Schmidt (1988), S. 254.

⁸⁹Vgl. Schmidt (1988), S. 254; Nemeč (1999), S. 66.

⁹⁰Vgl. Nemeč (1999), S. 66.

⁹¹Vgl. Holmström/Tirole (1989), S. 84.

⁹²Holmström/Tirole (1989), S. 84.

⁹³Aghion/Bolton (1992), S. 474.

daß in unvollständigen Verträgen die Kapitalstruktur nicht nur die Aufteilung des gewinnabhängigen Zahlungsstroms determiniert, sondern gleichermaßen die Kontrollstruktur.⁹⁴

Im Kontext des Aktienrückkaufs kommt der Kontrollstruktur beziehungsweise der Verteilung der Einflußrechte in zweierlei Hinsicht eine Bedeutung zu. Zum einen – und dieser Punkt ist von zentraler, übergeordneter Relevanz – läßt sich weder die Anreizwirkung noch die Signalwirkung eines Aktienrückkaufs unabhängig von den Kontrollstrukturen beurteilen. Das heißt, die Richtung der Anreiz- und Signalwirkungen eines Erwerbs eigener Aktien, die oben in ihrer Ambivalenz skizziert wurden, läßt sich nur über eine Analyse der Governance-Struktur sowie der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen abschätzen. In gewissem Sinne determinieren die Kontrollstrukturen die Anreizwirkungen sowie die Signalwirkungen. Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sind insofern zu berücksichtigen, als sich die Einflußrechte in Abhängigkeit vom wirtschaftlichen Umfeld ändern können; beispielsweise kann der Insolvenzmechanismus zu einem Übergang der Leitungsbefugnis von den Eigenkapitalgebern auf die Fremdkapitalgeber führen.

Zum anderen verändert der Aktienrückkauf die Kapitalstruktur und damit die Einflußrechte innerhalb des Unternehmens. Während die Gesamtzahl der am Markt gehandelten Aktien im Zuge von Dividendenzahlungen konstant bleibt, sinkt in Folge eines Rückkaufprogramms die Anzahl der insgesamt am Markt gehandelten Aktien; dies führt sowohl zu einer Veränderung der Kapitalstruktur als auch zu einer Verschiebung der relativen Kapital- beziehungsweise Stimmrechtsanteile von Eigenkapitalgebern.

Werden eigene Aktien später zum Beispiel zur Bedienung von Aktienoptionen eines Entlohnungsprogramms für Führungskräfte oder zur Abwicklung eines Unternehmenszusammenschlusses verwandt, stellen sich bei vollständiger Wiederausgabe der eigenen Aktien für Altaktionäre, die ihre Anteile im Zuge des Aktienrückkaufs nicht veräußert haben, genau die Kapital- beziehungsweise Stimmrechtsanteile ein, die sie im Vorfeld des Aktienrückkaufs hielten. Diesem Aspekt

⁹⁴Vgl. Dewatripont/Tirole (1994), S. 1030.

kommt, wie die Analyse in Kapitel 4 zeigt, innerhalb des spezifisch deutschen Corporate-Governance-Systems eine Bedeutung zu.

Aktienrückkäufe zur Bedienung von Aktienoptionsprogrammen sowie zur Beschaffung einer Akquisitionswährung verdeutlichen aber noch einen weiteren auf die Kontrollstruktur bezogenen Unterschied zwischen dem Erwerb eigener Aktien und Dividendenzahlungen. Während Liquidität, die im Zuge von Dividendenzahlungen an die Aktionäre ausgeschüttet wurde, der Verfügungsmacht des Managements definitiv entzogen ist, können zurückerworbene eigene Aktien unter bestimmten Voraussetzungen vom Vorstand später noch genutzt werden, zum Beispiel als Akquisitionswährung. Im Vergleich zu Dividendenzahlungen implizieren Aktienrückkäufe mithin einen in der Folge größeren Handlungsspielraum des Managements. Zu welchem Zweck und insbesondere zu wessen Gunsten dieser Handlungsspielraum ausgenutzt wird, hängt wiederum von der spezifischen Struktur des Corporate-Governance-Systems ab, in dem der Aktienrückkauf stattfindet. Die Kontrollstrukturen sind demnach in zweierlei Hinsicht bedeutsam. Sie werden durch einen Aktienrückkauf unmittelbar verändert, aber sie determinieren den Aktienrückkauf auch in seinen Anreiz- und Signalwirkungen.

Holmström/Tirole bewerten diese neo-institutionalistische Argumentationslinie als die vielversprechendste; dies belegt unter anderem folgendes Zitat: „It seems clear that the most fruitful direction of research at this stage is to pursue further the notion that different instruments [for example debt and equity] imply different control rights“.⁹⁵

2.5 Implikationen empirischer Untersuchungen zum Aktienrückkauf im US-amerikanischen Finanzsystem

Empirische Untersuchungen in den USA dokumentieren bei Aktienrückkäufen beziehungsweise deren Ankündigung im Durchschnitt signifikant positive Kurs-

⁹⁵Holmström/Tirole (1989), S. 86.

reaktionen.⁹⁶ Diese positiven Marktreaktionen konnten nicht nur in einem allgemein günstigen Marktumfeld, sondern auch im Zusammenhang mit der Ankündigung von Aktienrückkäufen in Reaktion auf den Crash an den US-amerikanischen Wertpapierbörsen im Oktober 1987 nachgewiesen werden.⁹⁷

Ausgehend von der signalisierungstheoretischen Argumentationslinie ist die Relevanz der Signalling-Hypothese in verschiedenen Studien überprüft worden. Auf die Frage, womit im Zuge eines Aktienrückkaufs im einzelnen signalisiert wird, erhält man in den einschlägigen US-amerikanischen Untersuchungen zum Teil unterschiedliche Antworten. Im Ergebnis kann jedoch festgehalten werden, daß in den USA sowohl die Signalwirkung beziehungsweise die Glaubwürdigkeit des Signals als auch das Ausmaß der Kurssteigerungen im Anschluß an einen Aktienrückkauf von folgenden Faktoren beeinflusst werden: (a) dem Fremdkapitalanteil bei der Finanzierung des Aktienrückkaufs; (b) der Eigenkapitalbeteiligung des Managements vor und nach dem Rückkauf; (c) der Rückkaufquote; (d) der Rückkaufprämie sowie (e) dem gewählten Rückkaufverfahren.

Mit steigender Fremdkapitalfinanzierung erhöht sich die Signalwirkung sowie die durchschnittliche zusätzliche Rendite.⁹⁸ Ein ebenfalls positiver Zusammenhang besteht zwischen der Höhe der Managementbeteiligung und der Signalwirkung beziehungsweise der Kursreaktion.⁹⁹ Aus diesem Grund wird im Rahmen der Ankündigung von Rückkaufprogrammen häufig öffentlich bekanntgegeben, daß das Management seine Aktien im Zuge des Programms nicht veräußern wird.¹⁰⁰ Auch mit der Rückkaufquote sowie der Prämie auf den aktuellen Börsenkurs verstärkt sich die Signalwirkung beziehungsweise die positive Kursreaktion.¹⁰¹ Die Höhe der Rückkaufquote sowie die Prämienhöhe hängen wiederum maßgeblich ab von dem gewählten Verfahren zum Aktienrückkauf.

⁹⁶Vgl. Bagwell/Shoven (1989); Dann (1981); Masulis (1980); Ofer/Thakor (1987); Vermaelen (1981).

⁹⁷Vgl. Netter/Mitchell (1989).

⁹⁸Vgl. Masulis (1980), S. 311-312, S. 316-317; Vermaelen (1981), S. 157-158, sowie grundlegend Ross (1977).

⁹⁹Vgl. Comment/Jarrrell (1991), S. 1255, S. 1258, sowie grundlegend Leland/Pyle (1977).

¹⁰⁰Vgl. Dann (1981), S. 115.

¹⁰¹Vgl. Comment/Jarrrell (1991), S. 1245, S. 1247; Dann (1981), S. 115.

Grundsätzlich können – ausgehend von den Erfahrungen im US-amerikanischen Finanzsystem – drei Verfahrenstypen unterschieden werden: Bei einem Rückkauf über die Börse (Open Market Repurchase) kauft die Gesellschaft wie andere Erwerber auch Aktien zum jeweils aktuellen Kurs am Markt zurück; in der Regel werden diese Aktienrückkäufe durch Broker, die im Auftrag der Unternehmung handeln, abgewickelt.¹⁰²

Weiterhin können Aktienrückkäufe über öffentliche Rückkaufangebote (Tender Offers) abgewickelt werden; hierbei unterscheidet man zwischen Holländischen Auktionsverfahren (Dutch Auction Tender Offers), Festpreisverfahren (Fixed Price Tender Offers) sowie Verfahren, die mittels der Ausgabe übertragbarer Verkaufsoptionen (Transferable Put Rights) durchgeführt werden. Im Zuge von Dutch Auction Tender Offers gibt die Unternehmung eine Preisspanne, eine Angebotsfrist sowie die maximale Anzahl an Aktien, die sie zurückzukaufen beabsichtigt, bekannt.¹⁰³ Nach Ablauf der Angebotsfrist ermittelt die Unternehmung den niedrigsten Preis, zu dem sie die angestrebte Menge an eigenen Aktien erwerben kann. Sämtlichen Aktionären, die angegeben hatten, zu diesem oder einem darunter liegenden Preis ihre Anteile veräußern zu wollen, werden im folgenden die gewünschten Mengen zu dem ermittelten Closing-Price abgekauft. Im Zuge von Fixed Price Tender Offers unterbreitet die Unternehmung ihren Aktionären einen festen Angebotspreis, zu dem sie innerhalb einer bestimmten Frist einen vorab festgelegten prozentualen Anteil des Grundkapitals zurückzukaufen beabsichtigt.¹⁰⁴ Übersteigt das Aktienangebot den Anteil des Grundkapitals, den die Gesellschaft zurückkaufen möchte, so werden den veräußerungswilligen Aktionären Anteile auf einer Pro-Rata-Basis abgekauft.¹⁰⁵ Bei einem Aktienrückkauf durch die Ausgabe übertragbarer Verkaufsoptionen erhalten sämtliche Aktionäre proportional zu ihrem Anteilsbesitz Optionen, die das Recht verbriefen, eine festgelegte Anzahl ihrer Aktien zu einem festgelegten Preis innerhalb der Options-

¹⁰²Vgl. Barclay (1992), S. 408.

¹⁰³Vgl. hierzu z.B. Comment/Jarrell (1991), S. 1247-1249.

¹⁰⁴Vgl. z.B. Comment/Jarrell (1991), S. 1247-1249.

¹⁰⁵Vgl. Dann (1981), S. 115.

frist an die Gesellschaft zu verkaufen.¹⁰⁶ Aktionäre, die nicht am Rückkaufprogramm teilnehmen möchten, können ihre Verkaufsoptionen am Sekundärmarkt veräußern.

Schließlich kann ein Aktienrückkauf auch direkt beziehungsweise individuell mit einem einzelnen Investor ausgehandelt werden.¹⁰⁷ In diesem Fall spricht man in den USA von einem Targeted oder Negotiated Repurchase.

Nach US-amerikanischen Studien sind die Rückkaufquoten bei einem Rückkauf über die Börse (Open Market Repurchase) mit 5 Prozent des Grundkapitals im Durchschnitt eher gering; die Quoten bei Dutch Auction Tender Offers fallen mit 13 bis 15 Prozent und bei Fixed Price Tender Offers mit 15 bis 19 Prozent des Grundkapitals hingegen deutlich höher aus.¹⁰⁸ Ähnlich verhält es sich im Bereich der Prämien: Bei Rückkäufen über die Börse wird keine Prämie gewährt; bei Dutch Auction Tender Offers liegen die Prämien im Bereich zwischen 13 und 16 Prozent auf den Börsenkurs, während sie im Rahmen von Fixed Price Tender Offers mit 21 bis 23 Prozent deutlich höher ausfallen.¹⁰⁹ Entsprechend stärker sollte die Signalwirkung beziehungsweise die positive Kursreaktion bei Fixed Price Tender Offers im Vergleich zu Dutch Auction Tender Offers ausfallen, die wiederum gegenüber den Rückkäufen am Markt deutlich stärkere Reaktionen hervorrufen sollten.¹¹⁰ Diese Erwartungen in bezug auf die durchschnittlichen zusätzlichen Renditen in Abhängigkeit von dem verwendeten Rückkaufverfahren werden von empirischen Untersuchungen weitgehend bestätigt: Festpreisverfahren generieren im Durchschnitt zusätzliche Renditen von 11 bis 17,5 Prozent, Holländische Auktionsverfahren von 7 bis 8 Prozent; Rückkäufe über die Börse führen zu einer durchschnittlichen zusätzlichen Rendite von 2 bis 3 Prozent.¹¹¹

Gesondert zu betrachten sind mit einzelnen Aktionären ausgehandelte Rückkäufe, die häufig im Zusammenhang mit der Abwehr feindlicher Übernahmen erfolgen.

¹⁰⁶Vgl. z.B. Kale/Noe/Gay (1989), S. 141-142.

¹⁰⁷Vgl. z.B. Bradley/Wakeman (1983), S. 302; Dann/DeAngelo (1983), S. 275-277.

¹⁰⁸Vgl. eine zusammenfassende Übersicht bei Hampel (1994), S. 24.

¹⁰⁹Vgl. Hampel (1994), S. 24.

¹¹⁰Vgl. Ikenberry/Lakonishok/Vermaelen (1995).

¹¹¹Vgl. eine zusammenfassende Übersicht bei Hampel (1994), S. 24.

Hier liegen die Rückkaufquoten und -prämien im Durchschnitt bei circa 10 Prozent.¹¹² Die Signalwirkung und die Kursreaktion sind bei solchen an einzelne Aktionäre gerichteten Rückkäufen im Durchschnitt jedoch negativ¹¹³ und schädigen damit die verbleibenden Aktionäre.¹¹⁴ Letztlich dient der Aktienrückkauf in diesen Fällen vor allem dem Management, das seine Position innerhalb des Unternehmens zu halten versucht.¹¹⁵ Zu dem oben ebenfalls erläuterten Rückkauf mittels übertragbarer Verkaufsoptionen (Transferable Put Rights) liegen selbst für die USA nur einzelne empirische Untersuchungen vor; ein Vergleich mit obigen Durchschnittsangaben, die auf der Basis der Ergebnisse mehrerer Studien gemacht wurden, ist daher nicht möglich.

Ausgehend von US-amerikanischen Studien kann weiterhin festgehalten werden, daß Aktienrückkäufe zum Teil durchgeführt werden, um dem Management unliebsame Aktionäre (zum Beispiel mit einer feindlichen Übernahme drohende Eigenkapitalgeber) auszukaufen, oder um Aktionäre auszukaufen, deren Beteiligung sich negativ auf den Marktwert der Unternehmung auswirkt. In beiden Fällen steht die Beeinflussung der Eigentümerstruktur im Rahmen des Aktienrückkaufs im Mittelpunkt.

Mit Bezug auf die Abwehr einer feindlichen Übernahme führt der mit einem Liquiditätsabbau und einer steigenden Fremdkapitalquote verbundene Aktienrückkauf zu einer Verminderung der Attraktivität des potentiellen Übernahmeobjektes.¹¹⁶ Der Übernahmepreis erhöht sich aufgrund des im Durchschnitt beobachtbaren Kursanstiegs im Zuge von Rückkaufprogrammen,¹¹⁷ und der relative Stimmrechtsanteil der nicht verkaufsbereiten Anleger sowie des eventuell beteilig-

¹¹²Vgl. Hampel (1994), S. 24.

¹¹³Die durchschnittlichen zusätzlichen Renditen liegen bei -3 bis -4,5 Prozent. Vgl. Hampel (1994), S. 24.

¹¹⁴Vgl. Barclay (1992), S. 409; Bradley/Wakeman (1983), S. 302, S. 307, S. 327; Dann/DeAngelo (1983), S. 278-280, S. 290-292, S. 295; Denis (1990), S. 1452-1453; Klein/Rosenfeld (1988), S. 503-504.

¹¹⁵Vgl. Klein/Rosenfeld (1988), S. 503.

¹¹⁶Die Voraussetzungen für eine Bootstrap Acquisition verschlechtern sich. Hierunter versteht man die Finanzierung der Übernahme aus der Liquidität des Übernahmeobjektes bzw. mittels der Gewährung von Sicherheiten aus dem Vermögen des Übernahmeobjektes. Vgl. Pellens/Schremper (2000), S. 149. In Deutschland ist eine solche Besicherung durch das Vermögen der zu übernehmenden Gesellschaft nicht zulässig.

¹¹⁷Vgl. Bagwell (1991), S. 73.

ten Managements steigt; eine feindliche Übernahme wird demnach erschwert.¹¹⁸

In den USA waren zudem auch direkt mit dem potentiellen Übernehmer ausgehandelte Aktienrückkäufe, die in diesem Fall als Greenmailing-Transaktionen bezeichnet werden, zur Abwehr feindlicher Übernahmen zu beobachten.¹¹⁹

In dem Bereich der Aktienrückkäufe, die auf einen Auskauf von bestimmten Aktionären abstellen, deren Beteiligung sich negativ auf den Marktwert der Unternehmung auswirkt, wird in der US-amerikanischen Literatur häufig das Argument der Senkung der Shareholder-Servicing-Kosten¹²⁰ angeführt. Kleinaktionäre verursachen demnach die gleichen (Versand-/Druck-)Kosten wie Großaktionäre, so daß es sinnvoll erscheinen könnte, die Zahl der Kleinaktionäre zu reduzieren. Da überproportional viele Kleinaktionäre sich im Zuge von Aktienrückkäufen von ihren Aktien trennen,¹²¹ scheint dieses Ziel über Rückkaufprogramme erreichbar.

Zu den Auswirkungen von Aktienrückkäufen auf die Position der Gläubiger der entsprechenden Unternehmen existieren nur wenige Erhebungen. Dann sowie Masulis dokumentieren, daß bei nicht wandelbaren Anleihen keine Renditeveränderungen beziehungsweise negative durchschnittliche Renditezuwächse von -1 bis -1,5 Prozent zu beobachten waren.¹²² Bei Bankverbindlichkeiten ist eine Analyse im Hinblick auf die Wertentwicklung grundsätzlich nicht möglich.

Die auf den US-amerikanischen Kapitalmarkt bezogenen Studien lassen vermuten, daß – zum Beispiel aufgrund der restriktiveren Vorschriften zur Höhe eines Aktienrückkaufs – in Deutschland sowohl in bezug auf die Signalwirkung als auch in bezug auf die Kursreaktion mit eher unterdurchschnittlichen Effekten zu rechnen ist.¹²³ Weiterhin hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

¹¹⁸Vgl. Harris/Raviv (1988), S. 57-58.

¹¹⁹Vgl. Barclay (1992), S. 409; Dann/DeAngelo (1983), S. 276.

¹²⁰Vgl. Ellis (1965), S. 120.

¹²¹Vgl. Hampel (1994), S. 47.

¹²²Vgl. Dann (1981), S. 133; Masulis (1980), S. 312.

¹²³Eine erste Ereignisstudie, in der die Kursreaktion im Anschluß an die Ankündigung von Aktienrückkäufen in Deutschland untersucht wurde, bestätigt diese Vermutung. Im Durchschnitt wurde ein kurzfristiger kumulierter Kursanstieg von circa 3 Prozent auf den Börsenkurs vor Ankündigung des Aktienrückkaufs festgestellt. Vgl. Schremper (2002), S. 226. Dieses Ergebnis ist vergleichbar mit den in den USA für Rückkäufe über die Börse festgestellten 2 bis 3 Prozent durchschnittlicher zusätzlicher Rendite. Vgl. Hampel (1994), S. 24.

(BAFin) im Mai 2002 darauf hingewiesen, daß Aktienrückkäufe, die nicht über die Börse, sondern mittels eines öffentlichen Angebots abgewickelt werden, unter das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) fallen.¹²⁴ Das entsprechende Gesetz schreibt insbesondere die Erstellung umfangreicher Angebotsunterlagen vor, die der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zur Prüfung vorgelegt werden müssen. Dadurch dürften öffentliche Rückkaufangebote, die in den USA mit besonders hohen Rückkaufquoten und Prämien korrespondieren, in Deutschland weitgehend bedeutungslos bleiben.

Bereits diese ersten Ausführungen in bezug auf die rechtlichen Regelungen zum Aktienrückkauf in Deutschland verdeutlichen, daß die Ergebnisse der US-amerikanischen Studien nicht eins zu eins auf den Aktienrückkauf im deutschen Finanzsystem übertragen werden können. Vielmehr ist der Aktienrückkauf explizit vor dem Hintergrund des spezifisch deutschen Corporate-Governance-Systems zu analysieren. Nur auf diese Weise ist gewährleistet, daß der Einfluß der Kontrollstrukturen und der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auf die Anreiz- und Signalwirkungen eines Aktienrückkaufs angemessen berücksichtigt wird.

2.6 Zwischenfazit

Die Diskussion der traditionellen These, der Modigliani/Miller-These sowie der neo-institutionalistischen Sichtweise zur Finanzierungstheorie hat gezeigt, daß eine Analyse des Aktienrückkaufs allein auf der Basis der zuletzt genannten Sichtweise erfolgen kann. Im Kern muß der Aktienrückkauf demnach vor dem Hintergrund der Informations- und Anreizkonflikte in den Beziehungen zwischen den Eigenkapitalgebern, den Fremdkapitalgebern sowie dem Management eines Unternehmens betrachtet werden. Um die Richtung der Anreiz- und Signalwirkungen eines Aktienrückkaufs beurteilen zu können, müssen die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie die Kontrollstrukturen innerhalb des deutschen Finanzsystems explizit berücksichtigt werden.

¹²⁴Vgl. o.V. (2002), Aktienrückkäufe fallen unter Übernahmegesetz, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 3.5.2002, Nr. 102, S. 17.

Vor dem Hintergrund der oben skizzierten theoretischen Überlegungen lassen sich folgende Ausgangshypothesen formulieren: Eigenkapitalgeber müßten einen Aktienrückkauf in der Tendenz positiv beurteilen, denn eine erhöhte Gewinnausschüttung erfordert im Anschluß an den Aktienrückkauf einen verstärkten Rückgriff auf externe Finanzierung durch das Management und erhöht somit die Kontrolle über den Markt. Die Verfolgung einer Empire-Building-Strategie wird dem Management durch die reduzierte Gewinnthesaurierung erschwert. Ferner führt die disziplinierende Wirkung von Fremdkapital zu einer Abschwächung der Problematik des Consumption on the Job. Eine zusätzliche Abschwächung dieses Moral-Hazard-Problems zeichnet sich ab, sofern ein persönlicher Eigenkapitalanteil in der Hand des Managers vorhanden ist und im Zuge des Rückkaufs eigener Aktien ansteigt.¹²⁵

Im Zuge eines Aktienrückkaufs steigen das Risiko und damit die erwartete Rendite der Eigenkapitalgeber. Dies dürfte nicht im Interesse des Managements liegen, das auf der Ebene der Investitionspolitik aufgrund der geringeren Diversifikation seines Vermögens beziehungsweise seiner Einkunftsquellen sowie im Sinne einer Arbeitsplatzsicherheit in der Tendenz eine sicherere Investitionspolitik durchführen möchte als die Eigenkapitalgeber mit breit diversifiziertem Wertpapier- oder Vermögensportfolio. Auch die Fremdkapitalgeber bewerten Ausschüttungen sowie eine Erhöhung des Fremdkapitalanteils aufgrund der Reduktion des Schuldendeckungspotentials sowie des steigenden Risikos der Investitionstätigkeit als eine Schwächung ihrer Position.

Manager wie Gläubiger dürften einem Aktienrückkauf demnach eher kritisch gegenüberstehen. Ihre übergeordnete Zielsetzung läßt sich mit dem Begriff der Insolvenzvermeidung beschreiben. Vor diesem Hintergrund erscheint es überraschend, daß sich Manager in den USA in großem Umfang dazu entschließen, eigene Aktien zurückzukaufen.¹²⁶ Denn ein Aktienrückkauf steht im Widerspruch zu der Zielsetzung der Insolvenzvermeidung. Es stellt sich mithin die Frage, welche Faktoren

¹²⁵Vgl. Grossman/Hart (1982); Jensen (1986); Jensen/Meckling (1976); Stulz (1990).

¹²⁶1998 wurden auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt nach Jagannathan/Stephens (2001) allein 1.434 Open-Market-Repurchase-Programme in einem Wert von ca. \$ 216 Mrd. angekündigt.

innerhalb eines Corporate-Governance-Systems zu einer stärkeren Annäherung des Managements an die Eigenkapitalgeberseite beziehungsweise welche Faktoren den Manager zu einer positiven Einschätzung des Aktienrückkaufs führen könnten.

In der Literatur findet man hierzu verschiedene Erklärungsansätze. Zunächst sind die Entlohnungsstruktur des Managers beziehungsweise die Höhe der Eigenkapitalbeteiligung des Managers von Bedeutung. Bei entsprechender Ausgestaltung der Entlohnungsstruktur und/oder der Eigenkapitalbeteiligung können beide Faktoren ein eigenkapitalgeberkonformes Verhalten des Managers induzieren und einen Aktienrückkauf auch aus Sicht des Managers vorteilhaft erscheinen lassen.

Auch bestimmte wirtschaftliche Rahmenbedingungen können das Verhalten des Managers den Interessen der Eigenkapitalgeber annähern. Insbesondere führt eine hohe Insolvenzwahrscheinlichkeit tendenziell zu einem riskanteren Investitionsverhalten des Managers; in der Literatur wird dieses Verhalten in der extremsten Form als *Gambling for Resurrection* bezeichnet. Ein prominentes Beispiel für ein solches Verhalten sind die US-amerikanischen *Saving and Loan Associations*.¹²⁷ Diese erhöhten in der Krise der achtziger Jahre des 20. Jahrhunderts das Risiko ihres Aktivgeschäfts, indem sie vor dem Hintergrund einer staatlichen Einlagensicherung hoch verzinste Großkredite mit enorm hohem Ausfallrisiko vergaben und hofften, auf diese Weise die Krise zu überwinden.

Schließlich können politische Interessen beziehungsweise Verflechtungen zwischen der Industrie und dem staatlichen Sektor eines Landes beziehungsweise Verflechtungen innerhalb des Unternehmenssektors dazu führen, daß Insolvenzvermeidung für den Manager nicht mehr von übergeordneter Bedeutung ist.¹²⁸ In der Asienkrise offenbarte sich in einigen Ländern beispielsweise eine politisch motivierte oder politisch vorgegebene Kreditvergabe der Banken, die häufig in Verbindung mit impliziten oder expliziten staatlichen Garantien auftrat. Unter solchen Voraussetzungen rückt Insolvenzvermeidung als Zielsetzung in den Hintergrund.

¹²⁷Vgl. Bonn (1998); Brandenburg (1994); Mayer, M. (1990).

¹²⁸Japan und Indien können hier als Beispiele angeführt werden.

Im Zentrum der nachfolgenden Untersuchung wird daher die Analyse des spezifisch deutschen Corporate-Governance-Systems und seiner Auswirkungen auf die Nutzung und folglich die Beurteilung des Instruments ‚Aktienrückkauf‘ stehen. Hierbei stellt sich im Kern die Frage, ob durch die Liberalisierung des Aktienrückkaufs in Deutschland eher eine Stärkung der Outsider-Kontrolle, das heißt, der Kontrolle durch die Eigenkapitalgeber, erfolgt oder primär der Handlungsspielraum der Insider, respektive der Manager, erweitert wird. In den USA deuten theoretische und empirische Untersuchungen auf eine tendenzielle Stärkung der Outsider hin, außer im Falle der gezielt ausgehandelten Aktienrückkäufe.

Einen Beitrag zur Beurteilung der spezifischen Nutzung des Aktienrückkaufs innerhalb des deutschen Corporate-Governance-Systems sollen die nachfolgenden Kapitel leisten. In Kapitel 3 wird zunächst der Einsatz des Aktienrückkaufs in einer extremen Krisensituation (deutsche Bankenkrise von 1931) betrachtet. In Kapitel 4 schließt sich eine Analyse des Aktienrückkaufs im gegenwärtigen deutschen Finanzsystem an. Schließlich wird in Kapitel 5 der Rückkauf eigener Anteile in der Rechtsform der Gesellschaft mit beschränkter Haftung beleuchtet.

Kapitel 3

Der Aktienrückkauf und die Bankenkrise von 1931

3.1 Motivation und Fragestellung

¹Die zunehmende Zahl von Finanzkrisen in der jüngeren Vergangenheit hat nicht nur in Politik und Praxis, sondern auch in der Wissenschaft deutliche Spuren hinterlassen. Im Zuge der zahllosen Beiträge zur Erforschung von Krisenursachen und Krisenfolgen sowie der Möglichkeiten ihrer Prävention und Bewältigung erfahren auch diejenigen Krisen wieder breitere Beachtung, die bisher eher Wirtschaftshistorikern als Analyseobjekt dienten. Dies gilt auch für die deutsche Bankenkrise von 1931,² aus der man heute wieder Lehren für die Bewältigung der Finanzprobleme von morgen zu ziehen sucht.

Sehr wenig wissenschaftliche Aufmerksamkeit findet dabei jedoch ein Krisenphänomen, das im Mittelpunkt dieses Kapitels stehen soll: Vor und nach dem Ausbruch der deutschen Bankenkrise wurden in massivem Umfang, insbesondere auch bei Banken, eigene Aktien zurückgekauft. Die negativen Erfahrungen, die damals mit dem Aktienrückkauf einhergingen, wirkten im deutschen Gesetzesrahmen bis in jüngste Zeit nach. Per Notverordnung wurde 1931 ein allgemeines Verbot für den Rückkauf eigener Aktien erlassen, das – unter Zulassung eng begrenzter und genau umrissener Ausnahmefälle – bis 1998 erhalten blieb.

¹Die Argumentation in Kapitel 3 wurde gemeinsam mit Eva Terberger erarbeitet.

²Vgl. beispielsweise Gödde (2000).

Im folgenden soll untersucht werden, welche Beweggründe dafür verantwortlich sein könnten, daß deutsche Bankvorstände vor der Bankenkrise von 1931 in massivem Umfang eigene Anteile erwarben. Diese Aktienrückkäufe geben ein Rätsel auf, denn sie fanden im Umfeld einer nahenden Krise und noch dazu bei Banken statt, in einer Situation also, in der die Ausschüttung von Liquidität an die Aktionäre dem Ziel der Insolvenzvermeidung, das bei Managern und Gläubigern grundsätzlich höchste Priorität genießt, zuwiderläuft.

Um die aufgeworfenen Fragen zu beantworten, wird zunächst ein Überblick über die gesetzlichen Regelungen zum Aktienrückkauf von 1870 bis zum Krisenjahr 1931 gegeben. Die Auswirkungen der Krise auf die gesetzliche Weiterentwicklung in Deutschland werden angedeutet. Im Anschluß sollen die mit dem Rückkauf eigener Aktien im Zuge der Bankenkrise von 1931 verbundenen Ereignisse skizziert werden. Schließlich untersuchen wir denkbare Motive von Managern zum Rückkauf eigener Aktien, die sich aus einer finanzierungstheoretischen Analyse des Beziehungs- und Interessengeflechts zwischen Managern, Eignern und Gläubigern ableiten lassen, auf ihre mögliche Relevanz für die Erklärung des massiven Aktienrückkaufs vor und während der Bankenkrise von 1931.

3.2 Die gesetzlichen Regelungen zum Aktienrückkauf in Deutschland von 1870 bis 1931

Die Geschichte der gesetzlichen Regelungen zum Rückkauf eigener Aktien beginnt in Deutschland mit der Aktienrechtsnovelle des Jahres 1870. Aufgrund des bis dahin geltenden Konzessionssystems für Aktiengesellschaften, das für die Gründung solcher Unternehmen eine staatliche Genehmigung vorsah und dem Gesetzgeber weitgehende Eingriffsrechte in die Unternehmenssphäre zugestand, erübrigte sich eine explizite rechtliche Beschränkung des Aktienrückkaufs vor 1870.³

Mit dem Gesetz betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaft von 1870 traten Normativbestimmungen an die Stelle des Kon-

³Vgl. Flecken (1911), S. 3; Hirsch (1888), S. 4.

zessionssystem.⁴ Aufgrund dieses Wegfalls staatlicher Aufsicht sah sich der Gesetzgeber verpflichtet, ergänzende Vorschriften zum Schutz der Aktionäre und Gläubiger zu erlassen.⁵ In diesem Sinne wurde der Erwerb eigener Aktien in der ersten Aktienrechtsnovelle vom 11. Juni 1870 erstmals gesetzlich erfaßt.⁶ Art. 215 Abs. 3 des Gesetzes betreffend die Kommanditgesellschaft auf Aktien und die Aktiengesellschaft verbot den Rückkauf eigener Aktien („Die Aktiengesellschaft darf eigene Aktien nicht erwerben“⁷), wobei es sich um ein absolutes Verbot handelte, dessen Mißachtung zur Unwirksamkeit und damit Nichtigkeit entsprechender Geschäfte führte.⁸

In der Aktienrechtsnovelle von 1884, die für den von uns betrachteten Zeitraum vor 1931 relevant ist, wurde das bisherige absolute Verbot in eine Sollvorschrift überführt, so daß der Gesetzestext des Art. 215 d von 1884 nunmehr lautete: „Die Aktiengesellschaft soll eigene Aktien im geschäftlichen Betriebe, sofern nicht eine Kommission zum Einkauf ausgeführt wird, weder erwerben noch zum Pfande nehmen“.⁹ Hiermit wurde erstens der Erwerb eigener Aktien ‚im geschäftlichen Betriebe‘ verboten; der Erwerb ‚außerhalb des geschäftlichen Betriebes‘ war von dem Verbot ausgenommen. Der Gesetzgeber beabsichtigte, auf diesem Wege den Rückkauf eigener Aktien in den Fällen zuzulassen, die allgemein als unproblematisch angesehen wurden, da beispielsweise der Besitz der eigenen Aktien unentgeltlich erlangt wird (Erwerb durch Schenkung oder im Erbfall) oder eine anderweitige Befriedigung der Zahlungsansprüche der Aktiengesellschaft nicht möglich ist (Erwerb im Rahmen einer Zwangsvollstreckung oder eines Vergleichs).¹⁰ Zweitens wurde der Erwerb eigener Aktien in Ausführung einer konkreten Einkaufskommission explizit von dem Verbot ausgenommen. Diese Auffassung wurde schon

⁴Vgl. Gerber (1932), S. 6; Müller-Goerne (1934), S. 3; Schön (1936), S. 3-4.

⁵Vgl. Bertheim (1933), S. 68; Mörss (1906), S. 3; Schön (1936), S. 4.

⁶Auch der Mißbrauch des Aktienrückkaufs in Österreich wird von einigen Autoren als Grund für die erstmalige gesetzliche Regelung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland angeführt. Vgl. Bertheim (1933), S. 68; Mörss (1906), S. 3; Peltzer (1998), S. 324; Schön (1936), S. 2.

⁷Zitiert nach Hirsch (1888), S. 5.

⁸Vgl. Bertheim (1933), S. 69; Gerber (1932), S. 8; Hirsch (1888), S. 11; Mießner (1933), S. 1-2; Müller-Goerne (1934), S. 4; Peltzer (1998), S. 324.

⁹Zitiert nach Mießner (1933), S. 2.

¹⁰Vgl. Bertheim (1933), S. 69-70; Flecken (1911), S. 14-15; Gerber (1932), S. 9; Hirsch (1888), S. 21; Mießner (1933), S. 2; Schön (1936), S. 8.

im Rahmen der seit 1870 geltenden Regelung vertreten.¹¹ Sie fand aber mit dem Wortlaut des Art. 215 d eine gesetzliche Bestätigung, die insbesondere den Kreditinstituten, die solche Einkaufskommissionen für ihre Kunden abwickelten, mehr Rechtssicherheit gab. Drittens wurde die vertragliche Inpfandnahme von eigenen Aktien dem Erwerb eigener Aktien gleichgestellt, um eine Umgehung des Verbots zu unterbinden.

Diese Regelung des Art. 215 d der Aktienrechtsnovelle von 1884 wurde nahezu unverändert als § 226 in die Neufassung des Handelsgesetzbuches von 1897 übernommen; sie galt bis zum Erlaß der Notverordnung vom 19. September 1931.¹² Lediglich der Begriff ‚im geschäftlichen Betriebe‘ wurde 1897 durch den Begriff ‚im regelmäßigen Geschäftsbetrieb‘ ersetzt.¹³ Des weiteren wurde nicht nur für den Erwerb eigener Interimsscheine, sondern auch für den Erwerb nicht voll eingezahlter eigener Aktien die Rechtsfolge der Nichtigkeit gesetzlich festgelegt.¹⁴ Die Rechte aus eigenen Aktien fanden jedoch weder 1884 noch 1897 Erwähnung. Die skizzierte Regelung von 1884 beziehungsweise von 1897 rief unmittelbar Kritik hervor, die sich in zwei Hauptpunkten zusammenfassen läßt:

- Zum einen lasse sowohl der Begriff ‚im geschäftlichen Betriebe‘ als auch der Begriff ‚im regelmäßigen Geschäftsbetriebe‘ eine eindeutige Bestimmung beziehungsweise Abgrenzung nicht zu und eröffne dadurch einen Auslegungsspielraum, der entgegen der vom Gesetzgeber beabsichtigten Wirkung genutzt werden könne.¹⁵ Tatsächlich wurde schließlich sogar ein Erwerb eigener Aktien zur Kursstützung als ‚außerhalb des geschäftlichen Betriebes‘ beziehungsweise ‚außerhalb des regelmäßigen Geschäftsbetriebes‘ und damit zulässiges Geschäft erachtet, wohingegen der Gesetzgeber beabsichtigt hatte, das grundsätzliche Verbot aufrechtzuerhalten und den Rückkauf nur

¹¹Vgl. Hirsch (1888), S. 13.

¹²Die Neufassung des Handelsgesetzbuches wurde notwendig, da im Zuge der Erstellung eines bürgerlichen Gesetzbuches eine sprachliche Abstimmung erfolgen sollte. Vgl. Schön (1936), S. 9.

¹³Vgl. Bertheim (1933), S. 69; Mießner (1933), S. 3; Schön (1936), S. 9.

¹⁴Vgl. Bertheim (1933), S. 69; Mießner (1933), S. 3.

¹⁵Vgl. Gerber (1932), S. 9; Mießner (1933), S. 3; Schön (1936), S. 10-12, sowie die weitere Analyse im Rahmen der folgenden Abschnitte.

in den erwähnten Fällen (Schenkung, Erbfall, Zwangsversteigerung und Vergleich) zuzulassen.

- Zum anderen handele es sich bei Art. 215 d des Gesetzes betreffend die Kommanditgesellschaft auf Aktien und die Aktiengesellschaft beziehungsweise bei § 226 HGB lediglich um eine Ordnungsvorschrift.¹⁶ Eigene Aktien sollten danach nicht erworben werden, aber ein Verstoß gegen dieses abgemilderte Verbot führte nicht zur Unwirksamkeit und damit Nichtigkeit, wie dies zwischen 1870 und 1884 der Fall war; stattdessen blieben bei einem verbotswidrigen Rückkauf sowohl das Verpflichtungs- als auch das Übereignungsgeschäft gültig, so daß beide Seiten auf Erfüllung klagen konnten.¹⁷ Einzige Rechtsfolge eines Erwerbs ‚im geschäftlichen Betriebe‘ beziehungsweise ‚im regelmäßigen Geschäftsbetriebe‘ war die Schadensersatzpflicht von Vorstand und Aufsichtsrat, die nach § 241 Abs. 3 beziehungsweise § 249 Abs. 3 HGB eingeklagt werden konnte. Es ist jedoch kein Fall dokumentiert, in dem ein solcher Schadensersatz eingeklagt wurde.

Wie sich die Wirtschaftsakteure in ihrem Handeln auf diese Rechtslage einstellten, sei – ohne den folgenden Abschnitten zu sehr vorgreifen zu wollen – schon an dieser Stelle durch ein Zitat von Saekel aus dem Jahre 1931 angedeutet: „Es gibt keinen Paragraphen, der so allgemein bekannt und so allgemein ignoriert wird, wie § 226 HGB“.¹⁸

Nach den Ereignissen vor und während der Bankenkrise, auf die das Zitat anspielt, nahm die Geschichte der gesetzlichen Regelungen des Rückkaufs eigener Aktien eine entscheidende Wende. Der Erwerb eigener Aktien wurde in der Aktienrechtsnovelle, die am 19. September 1931 als Notverordnung verkündet wurde und mit der der Gesetzgeber auf den drohenden Zusammenbruch des Finanzsystems reagierte, grundsätzlich verboten. Es handelte sich hierbei um eine verschärfte Darf-Nicht-Vorschrift im Gegensatz zu der zuvor geltenden Sollvorschrift, wobei drei

¹⁶Vgl. Schön (1936), S. 12.

¹⁷Vgl. Schön (1936), S. 12.

¹⁸Zitiert nach Schön (1936), S. 13.

genau umrissene Ausnahmefälle im Gesetz explizit aufgeführt wurden. Demnach sollten von dem Erwerbsverbot ausgenommen werden: (1.) Der Aktienrückkauf zur Abwendung eines schweren Schadens von der Gesellschaft, (2.) der Aktienrückkauf in Ausführung einer konkreten Einkaufskommission, sofern die Aktien voll eingezahlt sind, (3.) der Aktienrückkauf zum Zwecke der Einziehung, sofern die Aktien voll eingezahlt sind.¹⁹ Weiterhin wurde mit der Notverordnung von 1931 erstmals festgelegt, daß die Rechte aus eigenen Aktien ruhen und erst mit der Wiederveräußerung der Aktien aufleben sollten. Diese gesetzliche Konkretisierung war notwendig geworden, da die bis 1931 bestehende Regelungslücke dazu geführt hatte, daß einige Vorstände sowohl die Stimmrechte aus eigenen Aktien ausübten als auch Dividenden auf eigene Aktien gewährten.²⁰ Die skizzierten Vorschriften bezüglich des Rückkaufs eigener Aktien von 1931 wurden ohne wesentliche sachliche Änderungen in das Aktiengesetz von 1937 und die Novelle von 1965 übernommen.²¹

Eine größere formale Umstrukturierung und inhaltliche Veränderung der Vorschriften zum Erwerb eigener Aktien beinhaltete die Novelle von 1978, mit der der deutsche Gesetzgeber die Zweite EG-Richtlinie von 1976 umsetzte.²² Es blieb jedoch auch in § 71 des deutschen Aktiengesetzes bei dem grundsätzlichen Verbot des Erwerbs eigener Aktien als Regelfall, wobei jetzt sieben Ausnahmefälle²³ enumerativ aufgeführt wurden. Zum vorerst letzten Mal erfuhr die gesetzliche Behandlung des Aktienrückkaufs im Jahre 1998 eine Modifikation. Die Liste der Ausnahmefälle verlängerte sich um eine entscheidende Ausnahme, die den Erwerb eigener Aktien nun auch ohne Vorliegen eines besonderen Grundes erlaubt,

¹⁹Vgl. Beutelstahl (1932), S. 22-30; Lohmeyer (1932), S. 16-20; Mießner (1933), S. 15-28; Müller-Goerne (1934), S. 13-25.

²⁰Vgl. Born (1967), S. 153; Untersuchungsausschuß für das Bankwesen 1933 (1934), II. Teil, Statistiken, S. 226, FN 1.

²¹Vgl. Lutter (1988), S. 879; Peltzer (1998), S. 326.

²²Vgl. Lutter (1988), S. 882.

²³Die gesetzlich definierten Ausnahmen umfaßten 1978 den Erwerb eigener Aktien: 1. zur Abwendung eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens; 2. zum Zwecke eines Angebots an die Arbeitnehmer der Gesellschaft; 3. zum Zwecke der Abfindung von Aktionären; 4. sofern er unentgeltlich oder in Ausführung einer Einkaufskommission geschieht; 5. durch Gesamtrechtsnachfolge; 6. zum Zwecke der Einziehung; 7. zum Zwecke des Wertpapierhandels durch ein Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut oder Finanzunternehmen. Vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 1-7 AktG.

sofern die Hauptversammlung der Geschäftsleitung eine entsprechende Ermächtigung ausspricht.²⁴ Damit ist für die Entscheidungsträger in Aktiengesellschaften ein Handlungsspielraum zurückgewonnen, der um 1930/31 trotz des offiziell geltenden Verbots weidlich genutzt wurde.

3.3 Der Verlauf der deutschen Bankenkrise von 1931

Um einen Eindruck zu vermitteln, in welchem wirtschaftlichen und politischen Umfeld der Aktienrückkauf vor und während der Bankenkrise von 1931 stattfand, sei an dieser Stelle der Krisenverlauf skizziert. Im Mittelpunkt soll dabei die wirtschaftliche Lage der Berliner Großbanken mit Filialnetz²⁵ stehen, die sich beim Aktienrückkauf besonders aktiv zeigten.

Sowohl bezüglich ihrer Refinanzierungsstruktur als auch in ihrem Aktivgeschäft wiesen die deutschen Großbanken in der zweiten Hälfte der zwanziger Jahre des 20. Jahrhunderts ein bedeutendes Risikopotential auf. Infolge der Inflation der zwanziger Jahre und der anschließenden Währungsreform hatte sich ihr Eigenkapital deutlich reduziert; gleichzeitig stieg die Finanzierung über Einlagen an mit der Folge deutlich sinkender Eigenkapitalquoten. Im Durchschnitt der Berliner Großbanken lag die Eigenkapitalquote Ende 1928 bei 7,1 Prozent.²⁶ Einlagen wurden aufgrund der flankierenden Maßnahmen²⁷ des Dawes-Plans (1924-1929),²⁸

²⁴Eine ausführliche Darstellung der aktuellen gesetzlichen Regelungen zum Aktienrückkauf erfolgt in Kapitel 4 (vgl. Abschnitt 4.4.2 ab S. 106).

²⁵Hierzu gehörten die Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft AG, die Commerz- und Privatbank AG, die Dresdner Bank AG sowie die Darmstädter und Nationalbank KGaA (Danat-Bank). Die beiden Berliner Großbanken ohne Filialnetz – die Reichs-Kredit-Gesellschaft (RKG) sowie die Berliner Handels-Gesellschaft (BHG) – werden nicht explizit in die Untersuchung einbezogen.

²⁶Vgl. Gödde (2000), S. 12; Untersuchungsausschuß für das Bankwesen 1933 (1934), Teil II, Statistiken, S. 58-61.

²⁷Es wurden verschiedene international besetzte Kontrollorgane eingesetzt; hierzu gehörten ein Reparationsagent, ein Transferkomitee, ein Generalrat der Reichsbank sowie ein Notenkommissar. Vgl. Lüke (1958); Stucken (1976).

²⁸Der Dawes-Plan, der die Höhe der deutschen Reparationszahlungen, die Art der Aufbringung sowie die Bedingungen des Transfers erstmals festlegte, kann als internationaler Ansatz zur Lösung des Reparationsproblems im Anschluß an den Ersten Weltkrieg interpretiert werden. Benannt wurde der Plan nach dem Vorsitzenden eines Ausschusses der alliierten Reparationskommission, dem amerikanischen Juristen Charles G. Dawes. Vgl. Lüke (1958).

aufgrund der Rückkehr zum Gold(devisen)standard in Deutschland und aufgrund der Tatsache, daß von 1924 bis 1930 die deutschen Geldmarktzinsen deutlich höher notierten als die durchschnittlichen Geldmarktzinsen im Ausland,²⁹ vor allem von ausländischen Kapitalanlegern zur Verfügung gestellt. Besonders die deutschen Großbanken nahmen in beträchtlichem Umfang kurzfristige Auslandskredite auf, um der steigenden inländischen Kreditnachfrage infolge der Reparationsverpflichtungen, des erhöhten Import- und Investitionsbedarfs nach dem Ersten Weltkrieg und der Inflation gerecht zu werden. Hauptgläubigernationen waren die USA, die Niederlande, Großbritannien, die Schweiz und Frankreich.³⁰ Die zu einem überwiegenden Teil kurzfristig zur Verfügung gestellten, aber von den Banken zumeist langfristig ausgeliehenen Gelder wurden bei Fälligkeit in der Regel jeweils revolviert³¹ – zumindest bis zum ‚schwarzen Freitag‘ an den US-Börsen im Oktober 1929, der den Beginn der Weltwirtschaftskrise markierte. Die entsprechenden kriseninduzierten Abzüge US-amerikanischer Anleger beziehungsweise Kreditgeber im Oktober 1929 konnten die deutschen Großbanken trotz angespannter Liquiditätsslage zunächst verkraften. Dies galt anfangs auch für die eher politisch motivierten Abzüge ausländischer Kapitalanleger, die im folgenden betrachtet werden.

Als beispielsweise die Reparationskonferenz in Paris im Frühjahr 1929 zu scheitern drohte, zogen ausländische Gläubiger ihre Gelder aus Deutschland abrupt ab; die Notendeckung in Gold und Devisen näherte sich infolgedessen bei der Reichsbank der 40-Prozent-Untergrenze,³² die mit dem Gold(devisen)standard festgeschrieben war. Zu verstärkten ausländischen Kreditabzügen kam es auch im Anschluß an die Reichstagswahl im September 1930, aus der die NSDAP als zweitstärkste Reichstagsfraktion mit nunmehr 107 (zuvor 12) Reichstagsmandaten hervorging.³³ Im Krisenjahr 1931 führten vor allem zwei politische Ereignisse zu Einlagenabzügen ausländischer Gläubiger, die kaum mehr verkraftet werden

²⁹Vgl. Deutsche Bundesbank (1976), S. 279.

³⁰Vgl. Born (1967), S. 18.

³¹Vgl. Pontzen (1999), S. 77.

³²Vgl. Gödde (2000), S. 16; James (1986), S. 284.

³³Vgl. Born (1967), S. 54-55; James (1986), S. 284.

konnten, zumal sie mit Krisenmomenten in der Geschäftspolitik der Banken zusammenfielen. Zum einen reagierten ausländische Gläubiger auf die Ankündigung einer Zollunion Deutschlands mit Österreich vor dem Hintergrund, daß eine Annäherung der beiden Staaten laut Versailler Vertrag verboten war, mit großer Skepsis.³⁴ Zum anderen kam es zu sprunghaft ansteigenden Kreditabzügen, nachdem die Reichsregierung eine Begleiterklärung zu der ‚Notverordnung zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen‘ vom 6. Juni 1931 veröffentlicht hatte, in der es heißt: „Die Grenze dessen, was wir unserem Volke an Entbehrungen aufzuerlegen vermögen, ist erreicht! ... Die Regierung ist sich bewußt, daß die aufs Äußerste bedrohte wirtschaftliche und finanzielle Lage des Reiches gebieterisch zur Entlastung Deutschlands von untragbaren Reparationszahlungen zwingt“.³⁵ Diese innenpolitische Erklärung mußte im Ausland den Eindruck erwecken, das Deutsche Reich stünde kurz vor der Zahlungsunfähigkeit.

Die oben skizzierten politischen Momente führten phasenweise zu einem Rückzug aus der deutschen Währung und damit einem Absinken der Gold- und Devisenreserven der Reichsbank. Die Abzüge waren motiviert durch die Angst der ausländischen Gläubiger, die Reichsregierung könne Zahlungsmoratorien oder Kapitalverkehrskontrollen einführen. Bedeutsam für die weitere Betrachtung ist hierbei, daß die beschriebenen Abzüge aus der deutschen Währung zunächst nicht direkt in Beziehung standen zu der Geschäftspolitik der Großbanken. Zunehmend begannen sich die Währungsprobleme und die Krisenmomente, die in der Geschäftspolitik der deutschen Großbanken begründet lagen, zu verstärken. Dies gilt insbesondere für das Krisenjahr 1931. Im folgenden wird daher die wirtschaftliche Lage beziehungsweise die Geschäftspolitik der Berliner Großbanken mit Filialnetz im Vorfeld der Krise genauer betrachtet.

Infolge sinkender Aktienkurse seit Herbst 1928 verloren die Aktienbestände in den Bilanzen der Berliner Großbanken an Wert; es mußten Abschreibungen auf die vor allem im Zuge der industriellen Konzerngründungen der zwanziger Jahre des 20. Jahrhunderts aufgebauten Industriebeteiligungen der Banken vorgenommen

³⁴Vgl. Born (1967), S. 55-56.

³⁵Frankfurter Zeitung vom 7. Juni 1931, zitiert nach Born (1967), S. 70.

werden.³⁶ Weiterhin führte der Kursverfall auf den Kapitalmärkten zu Einbrüchen im Emissionsgeschäft der Großbanken, so daß die Erträge in diesem Bereich stark absanken.³⁷

Die sich am Kapitalmarkt spiegelnde konjunkturelle Depression belastete die Banken auch in anderer Hinsicht, denn die zunehmend bekannt werdenden Schwierigkeiten zahlreicher Unternehmen,³⁸ die Kreditnehmer einzelner oder mehrerer Großbanken waren, belasteten die Bankbilanzen ebenfalls. In diesem Kontext wurde deutlich, daß insbesondere die Kreditportfolios der Berliner Großbanken durch eine geringe branchenbezogene Diversifikation³⁹ sowie verhältnismäßig viele Großengagements⁴⁰ gekennzeichnet waren. Weiterhin gibt es Hinweise darauf, daß die Berliner Großbanken mit Filialnetz eine eher riskante Kreditvergabepolitik betrieben und die Kreditüberwachung teilweise vernachlässigten. Auf einer Sitzung der Filialdirektoren der Deutschen Bank im Jahre 1926 wurde beispielsweise die zu großzügige, eher an persönlichen und lokalen Interessen orientierte Kreditvergabepolitik der Filialen kritisiert; dennoch begann man bei der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft⁴¹ erst im September 1930 damit, die Kreditprüfung zu verschärfen und bestehende Firmenkredite kritischer zu überwachen.⁴²

In diesem Zusammenhang ist auch bemerkenswert, daß die Berliner Großbanken mit Filialnetz in nicht wenige Skandale verstrickt waren, zum Beispiel die Krise der Frankfurter Allgemeinen Versicherungs-AG (FAVAG), die im November 1929 ihren Höhepunkt erreichte und schließlich zum Konkurs und zur Verurteilung von drei FAVAG-Vorstandsmitgliedern führte, sowie den Zusammenbruch der Nordwolle, der im Juli 1931 publik wurde.⁴³ Angesichts der Insider-Informationen, die manche der Bankenvertreter als Aufsichtsräte, Eigenkapitalgeber und Kreditgeber

³⁶Vgl. Born (1967), S. 33-39, S. 59-60.

³⁷Vgl. beispielsweise Commerz- und Privat-Bank Aktiengesellschaft (1929), S. 7; Commerz- und Privat-Bank Aktiengesellschaft (1930), S. 8; Disconto-Gesellschaft (1929), S. 14.

³⁸Zum Beispiel von Karstadt, Nordstern oder Nordwolle.

³⁹Insbesondere die Textil- und die Nahrungsmittelindustrie wurden überproportional stark mit Fremdkapital versorgt. Vgl. Feldman (1995), S. 290; Dresdner Bank (1929), S. 8.

⁴⁰Vgl. Born (1967), S. 59; Feldman (1995), S. 308-309.

⁴¹Die beiden Gesellschaften fusionierten im Laufe des Jahres 1929.

⁴²Vgl. Feldman (1995), S. 234, S. 287.

⁴³Vgl. Feldman (1995), S. 274-276, S. 294-298, S. 310.

der entsprechenden Unternehmen gehabt haben mußten, verwundert es, daß die betrügerischen und strafbaren Geschäftspraktiken der jeweiligen Geschäftsführer nicht früher von den Bankvorständen aufgedeckt und unterbunden wurden. Daß ein entsprechendes Vorgehen nicht zu beobachten war, ist ein weiteres Indiz für eine wenig konsequente Kreditüberwachung durch die Berliner Großbanken mit Filialnetz.

Schließlich waren die der Industrie gewährten Kredite zumeist langfristig vergeben, während den Banken fast ausschließlich kurzfristiges Fremdkapital zur Verfügung gestellt wurde. Nur etwa 5 Prozent der Einlagen bei den Berliner Großbanken mit Filialnetz hatten eine Laufzeit von über drei Monaten.⁴⁴ Zudem lag der Anteil der ausländischen Gläubiger bei den Berliner Großbanken im Durchschnitt bei 42 Prozent.⁴⁵

Vor dem Hintergrund der skizzierten Geschäftspolitik der Berliner Großbanken mit Filialnetz stieg mit sich verschärfender konjunktureller Depression die Angst vor einer Insolvenz der entsprechenden Kreditinstitute. Es kam zu Einlagenabzügen, die die Liquidität der Berliner Großbanken zunehmend belasteten, insbesondere die Liquidität der Danat-Bank und der Dresdner Bank,⁴⁶ deren Geschäftspolitik das Publikum besonders kritisch beurteilte.⁴⁷ Parallel kam es zu den oben skizzierten Episoden politisch motivierter Kreditabzüge. Die Liquiditätsprobleme der Berliner Großbanken verschärfen sich: Von April 1931 bis Juni 1931 sanken die liquiden Mittel der Berliner Großbanken mit Filialnetz von 34,9 auf 30,9 Prozent der kurzfristigen Verbindlichkeiten.⁴⁸

Anfang Juni 1931 verweigerte die Danat-Bank die Prolongation eines Kredits an die Stadt Berlin, woraufhin die Presse über eine drohende Insolvenz der Danat-Bank spekulierte.⁴⁹ Mitte Juni 1931 wurde der Zusammenbruch des Textil-Kon-

⁴⁴Vgl. Gödde (2000), S. 10 (Table 4).

⁴⁵Vgl. Gödde (2000), S. 9 (Table 3).

⁴⁶Die Dresdner Bank war in jener Zeit eng mit dem kreditgenossenschaftlichen Sektor in Deutschland verbunden. Liquiditätsprobleme der Dresdner Bank konnten somit auch zu Refinanzierungsproblemen bei den Kreditgenossenschaften führen. Vgl. Dresdner Bank (1929), S. 7; Dresdner Bank (1931), S. 6.

⁴⁷Vgl. Balderston (1993), Band 2, S. 171.

⁴⁸Vgl. Balderston (1993), Band 2, S. 152 (Table 5.12).

⁴⁹Vgl. Born (1967), S. 71-72, S. 88.

zerns Nordwolle publik; größter Kreditgeber des Konzerns war die Danat-Bank, die darüber hinaus ein großes Aktienpaket der Nordwolle hielt; die Dresdner Bank war der zweitgrößte Gläubiger des Unternehmens.⁵⁰ Ende Juni 1931 wurden die Probleme der Rheinischen Landesbank öffentlich.⁵¹ Anfang Juli 1931 besaß die Danat-Bank keine rediskontierbaren Handelswechsel mehr; die Reichsbank, die von den westlichen Zentralbanken keine zusätzlichen Währungskredite erhielt und damit ohne Unterschreitung der 40-prozentigen Deckung des Notenumlaufs der Danat-Bank keine liquiden Mittel zur Verfügung stellen konnte, sah sich nicht in der Lage, die Danat-Bank zu stützen.⁵² Auch innerhalb des Bankensektors zeichnete sich keine nachhaltige Unterstützung für die Danat-Bank ab.⁵³ Die Reichsbank gab eine Garantieerklärung zugunsten der Einleger der Danat-Bank, die jedoch nicht verhindern konnte, daß es infolge des Schalterschlusses der Danat-Bank am Montag, den 13. Juli 1931, zu einem Run kam, der sämtliche deutschen Banken erfaßte.⁵⁴ Die Dresdner Bank und die Rheinische Landesbank gaben ihre Illiquidität noch am 13. Juli 1931 bekannt.⁵⁵ Das Kabinett beschloß, den 14. und 15. Juli 1931 zu Bankfeiertagen zu erklären, an denen der gesamte Zahlungsverkehr ruhen sollte; noch bis Anfang August 1931 blieb der Zahlungsverkehr starken Beschränkungen unterworfen.⁵⁶

Das Baseler Stillhalteabkommen vom August 1931 führte zunächst zu einer sechsmonatigen Stundung kurzfristiger Auslandsschulden deutscher Banken in Höhe von 6,3 Mrd. RM, wobei die deutschen Schuldnerbanken mit ihren jeweiligen ausländischen Gläubigern noch Einzelverträge schließen mußten.⁵⁷ In zahlreichen

⁵⁰Vgl. Born (1967), S. 74-76; Gödde (2000), S. 28.

⁵¹Vgl. Fischer (1997).

⁵²Vgl. Born (1967), S. 76-78, S. 91-95; Gödde (2000), S. 28.

⁵³Vgl. Born (1967), S. 95.

⁵⁴Vgl. Born (1967), S. 106-108.

⁵⁵Vgl. Gödde (2000), S. 28.

⁵⁶Vgl. Born (1967), S. 108-109, S. 114-115; Gödde (2000), S. 28.

⁵⁷„Von der Stillhaltung blieben ausgeschlossen: die Reparationsschulden – für die galt das Hoover-Moratorium –, die kurzfristigen Schulden der öffentlichen Hand, die Amortisationsraten und Zinsen für langfristige Schulden, die Zinsen für die gestundeten kurzfristigen Schulden, Saison- und Erntekredite, kaufmännische Kredite (Warenforderungen und Zahlungsziele), täglich fälliges Börsengeld und Vorschüsse gegen Börsenpapiere oder Hypotheken, Kredite an ausländische Tochtergesellschaften und Zweigniederlassungen deutscher Firmen und die ausländischen Reichsmarkguthaben. [...] Die Haftung der deutschen Schuldnerbank wurde durch eine unmittelbare Verpflichtung derjenigen Kreditnehmer ergänzt, an welche die deutsche

Folgeverträgen wurde das Stillhalteabkommen immer wieder verlängert. Um eine gewisse Rückzahlung der kommerziellen deutschen Auslandsschulden zu gewährleisten, senkte man den unter die Stillhaltung fallenden Betrag bei den Prolongationen jeweils ab, so daß im Frühjahr 1939 schließlich noch 700 Mio. RM gestundete kurzfristige Auslandsschulden zu Buche standen.⁵⁸

Der Vertrag von Lausanne brachte im Juli 1932 ein Ende der Reparationsverpflichtungen des Deutschen Reiches, nachdem das Hoover-Moratorium zunächst einen einjährigen Aufschub für internationale Zins- und Tilgungsverpflichtungen auf politische Schulden der Regierungen, Reparationen und Wiederaufbauschulden gewährt hatte.⁵⁹ Diesem Vertragsschluß waren lange und zähe Verhandlungen von Vertretern der beteiligten Regierungen vorausgegangen.⁶⁰ Schließlich setzte sich trotz des anfänglichen Widerstands Frankreichs die Auffassung durch, daß ein finanzieller Zusammenbruch Deutschlands auch im Interesse der Gläubigerländer verhindert werden müsse. Die hohen Reparationsverpflichtungen des Deutschen Reiches, die maßgeblich verantwortlich waren für die hohe Kreditaufnahme deutscher Banken bei ausländischen Gläubigern, erwiesen sich als zentrale Ursache für die Krisenanfälligkeit des deutschen Finanzsystems.

Schließlich fusionierten die Danat- und die Dresdner Bank im August 1932, wobei das Reich und die Reichsbank große Aktienpakete sämtlicher Berliner Großbanken mit Filialnetz übernahmen.⁶¹ Eine allgemeine Aufsicht über das Bankgewerbe wurde per Notverordnung vom 19. September 1931 eingeführt und im Jahre 1934 durch das Reichsgesetz über das Kreditwesen abgelöst.⁶²

Schuldnerbank die Auslandskredite weitergegeben hatte.“ Born (1967), S. 149.

⁵⁸Vgl. Born (1967), S. 149-150.

⁵⁹Vgl. Born (1967), S. 151-152.

⁶⁰Vgl. Born (1967), S. 134-152, mit Einzelheiten zu den Stillhalteverhandlungen und Stillhalteabkommen.

⁶¹Vgl. Born (1967), S. 168-170.

⁶²Vgl. Terberger (1995).

3.4 Der Aktienrückkauf vor und während der Krise von 1931

Um die Bedeutung des Aktienrückkaufs durch die Berliner Großbanken im Kontext der Bankenkrise von 1931 zu reflektieren, sei zunächst knapp wiederholt, welche ökonomischen Wirkungen ein Aktienrückkauf entfaltet. Erwirbt eine Bank eigene (von ihr selbst emittierte) Aktien, ist ein Kassenabfluß in Höhe des Kaufpreises zu verzeichnen. Die eigenen Aktien führen jedoch bei dem zurückkaufenden Kreditinstitut zu keiner materiellen Vermögenszufuhr.⁶³ Allenfalls bieten sie die Möglichkeit zu einer Kapitalerhöhung; dies setzt jedoch voraus, daß die Märkte entsprechende Aktien aufnehmen. Aus ökonomischer Sicht kommt es im Zuge eines Rückkaufs eigener Aktien bei gegebener Eigenkapital- und Fremdkapitalaufnahme mithin zu einer Bilanzverkürzung. Vermögen und Eigenkapital vermindern sich um den Betrag, der für die eigenen Aktien gezahlt wird.

Vor dem Hintergrund der Geschäftssituation der Berliner Großbanken mit Filialnetz im Vorfeld der Krise bedeutete ein Aktienrückkauf demnach de facto nicht nur eine weitere Reduzierung ihres ohnehin geringen Eigenkapitals, sondern auch ihrer liquiden Mittel, wodurch sich die durch inländische und vor allem ausländische Einlagenabzüge bereits angespannte Liquiditätssituation der Geschäftsbanken verschärfte. Ohne Zweifel hat somit ein Aktienrückkauf negative Auswirkungen auf die beiden Faktoren, die über die (In-)Solvenz eines Unternehmens und damit den offenen Ausbruch der Krise entscheiden. Dennoch wurde das Instrument ‚Aktienrückkauf‘ von den Bankvorständen vor und während der Bankenkrise von 1931 in massivem Umfang genutzt. Die Dimension des Aktienrückkaufs verdeutlicht Abbildung 3.1.

Die zum Teil unterschiedlichen Angaben in den zitierten Quellen lassen sich dadurch erklären, daß die in Spalte 2 wiedergegebenen Zahlen unmittelbar vom Frühjahr 1931 stammen, während die in Spalte 3 angeführten Zahlen etwas später datieren. Beispielsweise hat die Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft

⁶³Vgl. Klingberg (1998), S. 1578.

Abbildung 3.1: Der Anteil der eigenen Aktien am gesamten Aktienkapital

	Eigene Aktien in RM (Anteil der eigenen Aktien)		Aktien- kapital in RM
	Frühjahr 1931	Sommer 1931	
Commerz- und Privatbank AG	37 Mio. (49,3 %)	37 Mio. (49,3 %)	75 Mio.
Darmstädter und Nationalbank KGaA	28 Mio. (46,6 %)	35 Mio. (58,3 %)	60 Mio.
Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft AG	35 Mio. (12,2 %)	105 Mio. (36,8 %)	285 Mio.
Dresdner Bank AG	34 Mio. (34 %)	55 Mio. (55 %)	100 Mio.

Quellen: Born (1967), S. 60 (Spalte 2, 4); Bertheim (1933), S. 10 (Spalte 3, 4);
Untersuchungsausschuss für das Bankwesen 1933 (1934), S. 228 (Spalte 4).

am Ende des zweiten Quartals beziehungsweise in der ersten Julihälfte 1931 zu den 35 Mio. eigenen Aktien im Bestand weitere 70 Mio. zugekauft.⁶⁴ Bei der Darmstädter und Nationalbank KGaA nennt Born im Zuge der Restrukturierung nach den Ereignissen im Juli 1931 ebenfalls einen Betrag in Höhe von 35 Mio. und nicht mehr den von ihm für das Frühjahr 1931 angegebenen Betrag in Höhe von 28 Mio.; auch der Geschäftsbericht der Dresdner Bank für das Jahr 1931 spricht von eigenen Aktien des Fusionspartners Danat-Bank in Höhe von 35 Mio. RM.⁶⁵ Die Differenz in bezug auf die eigenen Aktien im Besitz der Dresdner Bank läßt sich nicht ohne weiteres erklären. Tatsächlich werden auch im Geschäftsbericht der Dresdner Bank für das Jahr 1931 nur eigene Aktien in Höhe von 34 Mio. genannt.⁶⁶ Es bleibt somit fraglich, ob die Angabe der von Bertheim zitierten Frankfurter Zeitung, die bei der Dresdner Bank von eigenen Aktien in Höhe von 55 Mio. ausgeht, korrekt ist. Eine eindeutige Darstellung wird insbesondere dadurch erschwert, daß eigene Aktien in den Bankbilanzen bis 1931 zumeist nicht ausgewiesen wurden und auch nur in Einzelfällen im Text des Geschäftsberichts

⁶⁴Vgl. Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft (1932), S. 14.

⁶⁵Vgl. Dresdner Bank (1932), S. 7.

⁶⁶Vgl. Dresdner Bank (1932), S. 7.

Erwähnung fanden. Insgesamt wird jedoch deutlich, daß die Berliner Großbanken mit Filialnetz in beträchtlichem Umfang eigene Aktien erwarben.

Als Begründung für die Rückkaufaktionen wurde vielfach das Erfordernis der Kursstützung in Krisenzeiten angeführt.⁶⁷ Diese Begründung lag nahe, da die deutsche Handelspresse die Banken- und Industrievertreter noch im Frühjahr 1931 immer wieder eindringlich aufforderte, „zum Zwecke der Kursstützung eine Kurspflege im weiten Umfang auszuüben“.⁶⁸ Man muß sich jedoch die Frage stellen, ob es tatsächlich plausibel sein kann, bis zu 50 Prozent des Grundkapitals zum Zwecke der Kursstützung zurückzukaufen. Mithin schließt sich die Frage an, ob das Argument der Kursstützung vielleicht nur vorgeschoben war und tatsächlich andere Motive die Bankvorstände zu einem forcierten Aktienrückkauf veranlaßt haben könnten. Dieser Frage soll im folgenden nachgegangen werden.

3.5 Die Motive für den Aktienrückkauf während der deutschen Bankenkrise von 1931

3.5.1 Der Aktienrückkauf – eine besondere Form des ‚Gambling for Resurrection‘?

Nicht nur die zurückkaufenden Bankvorstände, sondern auch Autoren wie Born stellen den Aktienrückkauf während der Bankenkrise als ein zum Zwecke der Kursstützung eingesetztes Instrument dar,⁶⁹ welches das Vertrauen des Publikums wiederherstellen und die Krise abwenden sollte. Hierbei scheint man von der Vorstellung auszugehen, daß eine Kursstützung nicht nur das Vertrauen der Aktionäre stärken würde, sondern auch das der Einleger. Diese könnten den Aktienkurs mangels öffentlich zugänglicher Informationen als Signal für die Geschäftssituation der Bank auffassen, wobei das Signal als glaubwürdig eingestuft würde, da Aktionäre langfristig nur von Investitionen in solide Banken profitieren beziehungsweise im Insolvenzfall ihren Investitionsbetrag verlieren würden.

⁶⁷Vgl. z.B. Born (1967), S. 60-61.

⁶⁸Koepfel (1931), S. 75.

⁶⁹Vgl. Born (1967), S. 60-61.

Dieses Argument mag auf den ersten Blick vor dem Hintergrund der in den USA dokumentierten Kurssteigerungen im Anschluß an Aktienrückkäufe plausibel erscheinen. Die entsprechenden Kursgewinne wurden jedoch bei Unternehmen erzielt, die sich wirtschaftlich keineswegs in kritischen Phasen, gekennzeichnet durch Liquiditätsengpässe und drohende Insolvenz, befanden. Ganz im Gegenteil haben diese Unternehmen offensichtlich über ausreichende Liquidität verfügt, um sich den Rückkauf eigener Aktien als positives Signal an den Kapitalmarkt leisten zu können. Auf den geringeren Nachteilen des Aktienrückkaufs für das Management von wirtschaftlich gesunden, liquiden Unternehmen im Vergleich zu dem von angeschlagenen Unternehmen baut die finanzierungstheoretische Begründung für die positive Signalwirkung eines Rückkaufs eigener Aktien und damit für Kurssteigerungen gerade auf. Die Ausschüttung von Liquidität begrenzt den Spielraum für interne Finanzierung, so daß ein Management eher zur Ausschüttung neigt, wenn hohe Gewinne erzielt wurden, die in der Folgeperiode nicht für Investitionen benötigt werden, oder wenn überschüssige Liquidität vorhanden ist, die das Management zur Demonstration einer am Shareholder Value orientierten Unternehmenspolitik den Aktionären zur Anlage außerhalb des Unternehmens zukommen läßt, anstatt den Free Cash Flow in unrentable Prestigeinvestitionen oder den Konsum am Arbeitsplatz fließen zu lassen.⁷⁰

Im Vorfeld einer Krise wie der Bankenkrise von 1931 erscheint diese Argumentation jedoch wenig plausibel, denn die zurückkaufenden Unternehmen und speziell die zurückkaufenden Banken verfügten keineswegs über überschüssige Liquidität, sondern hätten ihre liquiden Mittel dringend zur Bedienung der Einlagen benötigt. Der Rückkauf eigener Aktien als positives Signal an den Kapitalmarkt hätte für diese Unternehmen eigentlich mit extremen Nachteilen verbunden sein müssen, die sie von einer solchen Aktion gemäß der Signalling-Hypothese abschrecken sollten.

Dennoch wird die Interpretation von Autoren wie Born, der Aktienrückkauf habe einer Abwendung der Krise und der Rettung der Unternehmen gedient,⁷¹ nicht

⁷⁰Vgl. Jensen (1986); Vermaelen (1981).

⁷¹Vgl. Born (1967), S. 60-61.

leichtfertig verworfen. Tatsächlich wird der Krisenfall auch in der finanzierungstheoretischen Literatur als diejenige Ausnahmesituation diskutiert, in der eine Abwendung des Managements von den Interessen der Gläubiger und eine Angleichung seines Verhaltens an die Interessen der Eigner möglich ist. Als Triebkraft für das Verhalten des Managements gilt dabei sein Wunsch nach Erhalt des eigenen Arbeitsplatzes, der bei normalem Geschäftsverlauf die Interessenkonformität von Management und Gläubigern zugunsten einer auf Sicherheit bedachten Geschäftspolitik bewirkt. Im Falle einer bevorstehenden Insolvenz dagegen, die noch nicht öffentlich bekannt ist, könnte das Verhalten des Managements aus denselben Beweggründen in ein extrem riskantes Geschäftsgebaren umschlagen – ein Phänomen, das mit dem treffenden Ausdruck des ‚Spiels um die Wiederauferstehung‘ (des ‚Gambling for Resurrection‘) bezeichnet wird. Ein solches Verhalten könnte dann, wenn es nur noch wenig oder gar nichts mehr zu verlieren gibt, für Manager und Eigner gleichermaßen vorteilhaft sein. Wird das Spiel gewonnen, so ist das Unternehmen gerettet, die Manager behalten ihren Arbeitsplatz und die Aktionäre die Verfügungsmacht über ihr Unternehmen. Wird das Spiel dagegen verloren, geht dies zu Lasten der Gläubiger, denen im Falle der Insolvenz die verbleibende Vermögensmasse zusteht. Weist damit vielleicht das Verhalten der Bankvorstände in der deutschen Bankenkrise Parallelen zum Verhalten der Leitungsorgane in der Krise der Saving and Loan Associations in den USA Anfang der achtziger Jahre des 20. Jahrhunderts auf, die das prominenteste Beispiel für ein ‚Gambling for Resurrection‘ im Bankbereich abgeben?

Gewisse Ähnlichkeiten zwischen der Krise der Saving and Loan Associations und der deutschen Bankenkrise von 1931 lassen sich nicht leugnen, doch sind diese Parallelen eher in der Kreditvergabepolitik zu suchen. Wenn den deutschen Großbanken vor der Krise eine mangelnde Kreditwürdigkeitsprüfung und hohe Risikokonzentration nachgesagt wird, so sind dies genau die Merkmale, die die Geschäftspolitik der Saving and Loan Associations kennzeichneten.⁷² Das typische Muster für ein ‚Gambling for Resurrection‘ ist jeweils erfüllt: Hohen mögli-

⁷²Vgl. Bonn (1998); Brandenburg (1994); Mayer, M. (1990).

chen Unternehmenserträgen im Erfolgsfall stehen Verluste im Mißerfolgsfall gegenüber, die vor allem die Gläubiger, also insbesondere die Bankeinleger, treffen. Ein Einlagenabzug als Reaktion der Gläubiger auf diese Risikoverlagerung zu ihren Ungunsten muß nicht befürchtet werden, sei es, weil sie sich des Risikos gar nicht bewußt sind, oder aber, wie im Falle der Saving and Loan Associations, weil eine staatliche Garantie für die entsprechenden Einlagen vorliegt, die im Zuge der Krise sogar noch erhöht wird.⁷³

Auch hinsichtlich dieser staatlichen Garantie, die die Banken vor Einlagenabzügen schützt, mögen sich noch Parallelen zwischen der deutschen Bankenkrise und der Krise der Saving and Loan Associations aufzeigen lassen, denn insbesondere die Berliner Großbanken gingen davon aus, daß sie ‚too big to fail‘ seien und die Reichsbank im Falle einer ihnen drohenden Illiquidität als ‚Lender of Last Resort‘ auftreten müsse.⁷⁴ Die Reichsbank hat diese Garantie allerdings niemals explizit gegeben, vielmehr berichtet Nordhoff: „Die Reichsbankleitung hat sich dabei niemals die Auffassung zu eigen gemacht, die besonders von Großbankseite vertreten wurde, daß die Fürsorge für die Liquidität der Geldinstitute regelmäßig alleinige Aufgabe der Zentralnotenbank sei . . . “. ⁷⁵ Dennoch ist wohl von einer impliziten Einlagengarantie auszugehen, wenn man der Argumentation von Gödde folgt⁷⁶: Die ausländischen Einlagen bei den Berliner Großbanken waren um ein Vielfaches höher als die freien – über die 40-Prozent-Untergrenze hinausgehenden – Reserven in Gold und Devisen bei der Reichsbank, so daß schon ein Abzug eines Teils der ausländischen Einlagen bei den Geschäftsbanken beziehungsweise die dadurch erhöhte Gold- und Devisennachfrage die Reserven bei der Reichsbank hätte erschöpfen können. Die Reichsbank konnte sich mithin nur glaubhaft an den Goldstandard binden, wenn sie sich gleichzeitig verpflichtete, die Großbanken in einer Krise zu unterstützen und Abzüge von Auslandsgeldern zu verhindern oder zu kompensieren. Diese implizite Garantie hatte jedoch offensichtliche Grenzen: Eine eventuell auf mehrere Banken übergreifende Krise und eine Versorgung die-

⁷³Vgl. Brandenburg (1994), S. 81-110.

⁷⁴Vgl. Gödde (2000), S. 2, S. 9, S. 13-14, S. 35.

⁷⁵Nordhoff (1933), S. 485.

⁷⁶Vgl. im folgenden Gödde (2000), S. 2, S. 9, S. 13-14, S. 35.

ser Banken mit Liquidität durch erhöhten Notenumlauf hätte den Goldstandard ebenfalls gefährdet, denn der steigende Notenumlauf hätte auch eine Erhöhung der Gold- und Devisenreserven bei der Reichsbank erfordert. Diese wäre jedoch in einer Krisensituation gerade nicht möglich gewesen. Demnach erschien die implizite Garantie nur solange glaubhaft, wie sich die Reichsbank ausländischer Unterstützung, zum Beispiel in Form von Währungskrediten, gewiß sein konnte. Die oben beschriebenen politischen Spannungen machten diese ausländische Unterstützung im Zuge der Entwicklungen bis hin zur Bankenkrise des Jahres 1931 zunehmend unwahrscheinlicher. Dies verdeutlichen die gescheiterten Versuche der Reichsbank, im Juni 1931 Währungskredite bei den Zentralbanken in New York und London aufzunehmen.⁷⁷ Damit war die implizite Einlagengarantie der Reichsbank auf dem Höhepunkt der Krise nahezu wertlos.

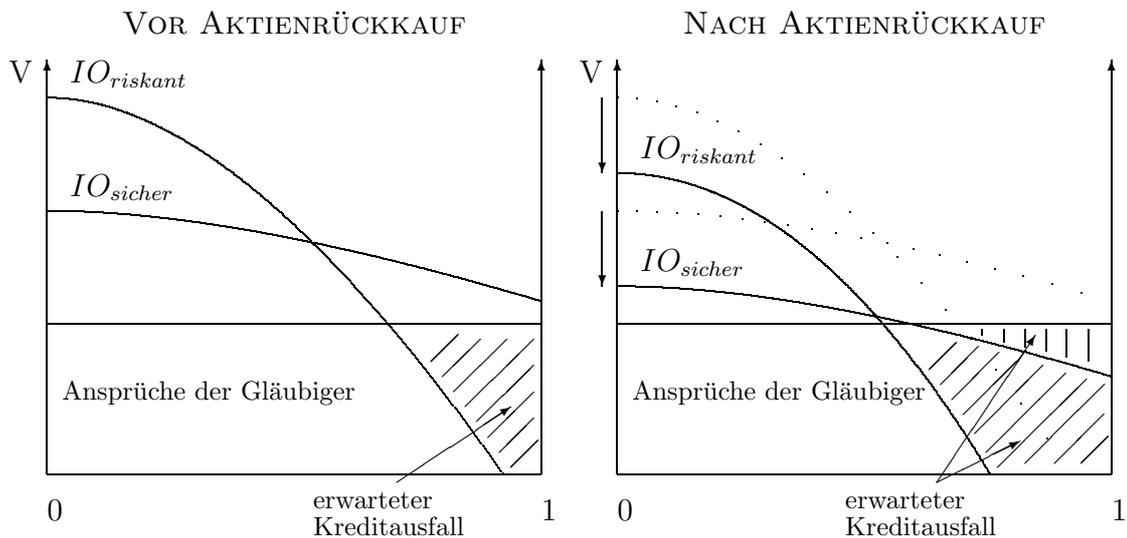
Vor der Krise mag das Vertrauen auf die Reichsbank jedoch dazu beigetragen haben, daß insbesondere die Berliner Großbanken mit Filialnetz eine äußerst riskante Kreditpolitik betrieben, ohne sich um den Abzug von Einlagen zu sorgen. Doch läßt sich der Aktienrückkauf durch Bankvorstände um 1931 auch als ein spezieller Fall von ‚Gambling for Resurrection‘ interpretieren?

Aus ökonomischer Sicht kommt es im Zuge eines Rückkaufs eigener Aktien – bei gegebener Eigenkapital- und Fremdkapitalaufnahme – zu einer Bilanzverkürzung. Die Vermögensposition ‚Kasse‘ und das Eigenkapital vermindern sich um den Betrag, der für die eigenen Aktien gezahlt wird. Beim Aktienrückkauf handelt es sich demnach nicht um eine hoch riskante Investition, die im Erfolgsfall einen (entsprechend hohen) Ertrag verspricht und somit zur Sanierung des Unternehmens beziehungsweise des Kreditinstituts beitragen könnte. Tatsächlich reduziert eine Ausschüttung mittels des Instruments ‚Aktienrückkauf‘ die Möglichkeit, Investitionen zu tätigen und damit aus eigener Kraft einen – wenn auch riskanten – Weg aus der Krise zu finden. Die für ein ‚Gambling for Resurrection‘ typische Risikopreizung auf Kosten der Gläubiger und/oder des Staates fehlt beim Rückkauf eigener Aktien. Stattdessen fließt Liquidität, ohne investiv genutzt zu werden, aus

⁷⁷Vgl. Feldman (1995), S. 295-296.

dem Unternehmen heraus, und das Eigenkapital vermindert sich. Die Gläubiger beziehungsweise der Staat, sofern er Einlagengarantien übernommen hat, werden vor dem Hintergrund einer drohenden Insolvenz in jedem Fall geschädigt, da sich die Haftungsmasse beziehungsweise der Verlustpuffer ‚Vermögen‘ nach Durchführung eines Rückkaufprogramms im Vergleich zur Ausgangssituation verringert. Aber die Manager schädigen sich – zumindest sofern man ihren Wunsch nach einem Erhalt des eigenen Arbeitsplatzes als vorrangiges Motiv ansieht – auch selbst, denn durch einen Aktienrückkauf steigt die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz.

Abbildung 3.2: Der Aktienrückkauf aus Gläubigersicht



Quelle: Eigene Darstellung.

Dies verdeutlicht Abbildung 3.2, in der von zwei Investitionsobjekten (IO_{risikant} und IO_{sicher}) ausgegangen wird, die annahmegemäß sowohl in der Situation ‚vor Aktienrückkauf‘ als auch in der Situation ‚nach Aktienrückkauf‘ durchgeführt werden. Auf der Abszisse sind die kumulierten Wahrscheinlichkeiten von 0 bis 1 abgetragen, auf der Ordinate das Vermögen (V). Ein Erwerb eigener Aktien, der sich aufgrund des Vermögensabflusses als eine Verschiebung der beiden Funktionen nach unten darstellt, führt dazu, daß die Ansprüche der Gläubiger nun sogar bei Durchführung von (dem vermeintlich sicheren) IO_{sicher} mit einer ge-

wissen Wahrscheinlichkeit nicht mehr befriedigt werden können. Der erwartete Kreditausfall steigt.

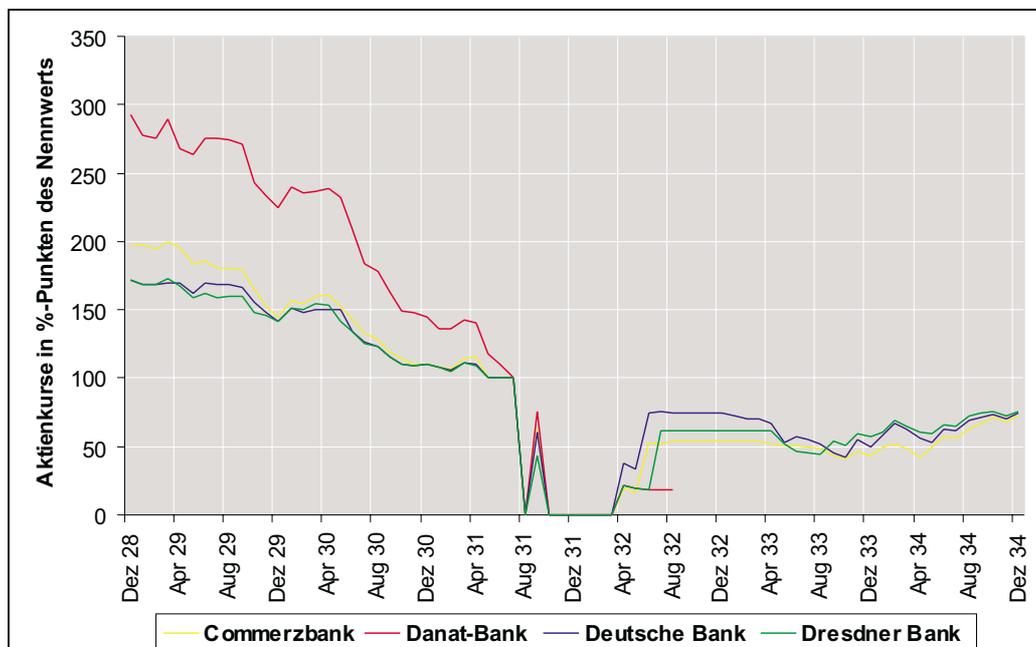
Wird der Aktienrückkauf durch die Fremdkapitalgeber korrekt interpretiert, müßte das Vertrauen des einlegenden Publikums durch diese besondere Form der Ausschüttung negativ beeinflußt werden; denn während man Vertrauen in den Bankensektor durch die Sicherstellung der Bedienung von Einlagen schafft, bewirkt der Aktienrückkauf das Gegenteil. Es ist jedoch nicht auszuschließen, daß die Einleger das Signal ‚Aktienrückkauf‘ während der Krise des deutschen Bankensystems falsch interpretierten. Somit wäre zu prüfen, inwiefern sich aus empirischer Sicht vielleicht doch ein positiver Zusammenhang zwischen Aktienrückkäufen, den Aktienkursen der zurückkaufenden Institute und der Einlagenentwicklung bei den entsprechenden Banken nachweisen läßt. Das vorhandene historische Datenmaterial läßt hierüber jedoch kaum Aussagen zu. Der entscheidende Mangel im Hinblick auf die Durchführung einer Ereignisstudie besteht darin, daß keinerlei Informationen zu den genauen Zeitpunkten der Aktienrückkäufe der einzelnen Institute vorliegen. Die Berliner Großbanken wickelten ihre Rückkäufe zunächst in aller Stille ab; Meldungen an Behörden oder die Öffentlichkeit zur Bekanntmachung des Vorhabens beziehungsweise der Aufnahme von Aktienrückkäufen waren gesetzlich nicht vorgesehen und wurden freiwillig nicht herausgegeben. Erst in den Jahresabschlüssen wurden gewisse Informationen zu den getätigten Aktienrückkäufen gegeben.

Das Vorhaben der Bankvorstände erscheint jedoch nicht nur aus der oben aufgezeigten finanzierungstheoretischen Sicht wenig erfolgversprechend, auch in der Wahrnehmung zeitgenössischer Autoren führte ihr Verhalten nicht zum Erfolg. Folgendes Zitat belegt diese Einschätzung: „Die ... Tendenz der Aktienkurse läßt deutlich werden, daß Interventionen auf dem Aktienmarkt durch den Erwerb eigener Aktien während dieser ganzen Zeit [Januar 1929 - September 1931] zu dauernden Mißerfolgen führen mußten, weil die allgemeine wirtschaftliche Abwärtsbewegung stärker war, als alle Kursstützungsmaßnahmen“.⁷⁸ Abbildung 3.3 ver-

⁷⁸Bertheim (1933), S. 12.

deutlich die Aktienkursentwicklung der Berliner Großbanken mit Filialnetz, auf die das Zitat anspielt, wobei für die Zeit von August 1931 bis März 1932 außer den Kurswerten für September 1931 keine Kursinformationen vorliegen.^{79,80}

Abbildung 3.3: Die Aktienkursentwicklung der Berliner Großbanken



Quelle: Lowka (2000).

Auch die Entwicklung der Kreditoren⁸¹ bei den Berliner Großbanken mit Filialnetz im Frühjahr/Sommer 1931 vermittelt nicht den Eindruck, als sei der Aktienrückkauf von den Fremdkapitalgebern als positives Signal interpretiert worden.⁸² Vielmehr nimmt sich der Kreditorenrückgang bei den Berliner Großbanken mit Filialnetz, die sich beim Aktienrückkauf besonders aktiv zeigten, im Durchschnitt stärker aus als bei den monatlich berichtenden Banken.⁸³ Der Ein-

⁷⁹Auch die Deutsche Bundesbank greift bei den Kursangaben für die Berliner Großbanken zum Jahresende 1931 auf Kurse von Ende September 1931 zurück. Vgl. Deutsche Bundesbank (1976), S. 294-295.

⁸⁰Die Kurse in Abbildung 3.3 sind bereinigt um Dividendenzahlungen. Vgl. Lowka (2000).

⁸¹Die Kreditoren umfassen Einlagen von Nichtbanken und Auslandsbanken (inkl. Spareinlagen), Einlagen von deutschen Kreditinstituten sowie kurzfristig aufgenommene Gelder. Vgl. Deutsche Bundesbank (1976), S. 78.

⁸²Vgl. Abbildung 3.4. Bei den Angaben wurden die Interbankeinlagen ausgenommen.

⁸³Zu den Banken, die monatlich Geschäftsinformationen auf der Basis eines von der Reichsbank vorgegebenen Schemas veröffentlichten, gehörten etwa 100 Kreditbanken (inkl. der Großbanken, Staatsbanken, Landesbanken und Girozentralen). Vgl. Gödde (2000), S. 6.

lagenrückgang bei den Berliner Großbanken wurde hierbei wesentlich durch die Abzüge ausländischer Gläubiger verursacht. Zwischen 31. März und 10. Juli 1931 sank der Anteil ausländischer Kreditoren bei diesen Instituten von 41,6 Prozent auf 32,9 Prozent.⁸⁴

Abbildung 3.4: Die Entwicklung der Kreditoren zwischen April und Juli 1931

	April 1931	Mai 1931 (prozentuale Veränderung Mai/April)	Juli 1931 (prozentuale Veränderung Juli/Mai)
Commerzbank	100	98,1 (- 1,9 %)	81,5 (- 17,0 %)
Danatbank	100	95,4 (- 4,6 %)	66,9 (- 29,8 %)
Deutsche Bank	100	99,8 (- 0,2 %)	82,7 (- 17,1 %)
Dresdner Bank	100	96,6 (- 3,4 %)	76,1 (- 21,2 %)
Monatlich berich- tende Banken	100	98,6 (- 1,4 %)	83,6 (- 15,2 %)

Quelle: Götde (2000), S. 29.

Insgesamt kann man festhalten: ‚Gambling for Resurrection‘ mag es bei den in die Krise geratenen Berliner Großbanken im Bereich der Kreditvergabepolitik durchaus gegeben haben, aber der Aktienrückkauf wirkt nicht in eine vergleichbare Richtung. Das ‚Spiel um die Wiederauferstehung‘ kann als Motivation für den Aktienrückkauf weitgehend verworfen werden, denn eine solche Finanztransaktion beschleunigt eher den Untergang.

3.5.2 Die Bankvorstände als loyale Agenten des Staates?

Im folgenden soll untersucht werden, ob beziehungsweise inwieweit es plausibel erscheint, daß Bankvorstände zum Instrument des Aktienrückkaufs griffen, weil sie hierbei auf Anweisung des Staates handelten. Tatsächlich existieren zahlreiche Beispiele für eine politisch motivierte staatliche Einflußnahme auf die Geschäftspolitik von Banken, die für den Ausbruch einer Krise mitverantwortlich zeichnet. Und bei diesen Beispielen ist keineswegs nur an solche Länder zu denken,

⁸⁴Vgl. Götde (2000), S. 30, FN 57.

bei denen der Bankensektor durch Kreditinstitute in staatlichem Eigentum dominiert wird oder gar ein staatlich vorgegebener Kreditplan Bankvorstände zur Finanzierung von verlustbringenden Staatsbetrieben zwingt. Vielmehr ist auch ein Geschäftsbankensystem, das mehrheitlich durch Banken in Privateigentum gekennzeichnet ist, nicht vor staatlichen Eingriffen in die Geschäftspolitik einzelner Institute gefeit. So sind nicht zuletzt die Länder der Asienkrise, vor allem Südkorea, ein Musterbeispiel für dieses als ‚Crony Capitalism‘ bekanntgewordene Phänomen.⁸⁵ Auch Japan gilt als eines der Länder, das durch enge Verflechtungen von Staat und Wirtschaft gekennzeichnet ist, die auf anderen Mechanismen als dem staatlichen Eigentum beruhen.⁸⁶ Deutschland war und ist von solchen Verflechtungen ebenfalls nicht ganz frei.⁸⁷

In dem betrachteten Zeitraum vor und während der Bankenkrise war eine gewisse politisch motivierte staatliche Einflußnahme auf den Bankensektor spürbar, denn im Jahre 1929 entfielen alle ausländischen Kontrollorgane, die eine solche Einflußnahme verhindern sollten,⁸⁸ so daß nur noch die vorhandenen gesetzlichen Regelungen zur Autonomie der Reichsbank und zur Begrenzung der Kreditvergabe der Reichsbank an das Reich, die Reichspost sowie die Reichsbahn vor Eingriffen schützten. Dies führte dazu, daß die Regierung in Phasen staatlicher Finanzkrisen versuchte, die Geschäftsbanken in ihren Dienst zu stellen. Tatsächlich können die in dem betrachteten Zeitraum auftretenden Liquiditätskrisen der Geschäftsbanken jeweils mit staatlichen Finanzkrisen in Verbindung gebracht werden.⁸⁹ Insbesondere die Berliner Großbanken fühlten sich verpflichtet, dem Reichsschatzamt liquide Mittel zur Verfügung zu stellen oder taten dies auf Drängen der Reichs-

⁸⁵Vgl. Terberger (2000).

⁸⁶Vgl. Terberger (2000).

⁸⁷Vgl. Hellwig (2000).

⁸⁸In Verbindung mit dem Dawes-Plan wurde ein zur Hälfte mit ausländischen Sachverständigen zu besetzender Generalrat der Reichsbank als zweiter Rat neben dem Reichsbankdirektorium sowie als Interessenvertretung der Gläubigerstaaten eingesetzt. Weiteren Einfluß gewannen die Alliierten durch die Einsetzung eines ausländischen Notenkommisars, eines Reparationsagenten (Parker Gilbert) sowie eines Transferkomitees zur Überwachung der Transferierung der Reparationszahlungen. Diese ausländischen Kontrollorgane waren jedoch nur von 1924 bis 1929 im Einsatz; nach der Ablösung des Dawes-Plans durch den Young-Plan entfielen sämtliche ausländischen Kontrollorgane. Vgl. Lüke (1958), S. 61-62; Veit (1961), S. 526.

⁸⁹Vgl. Feldman (1995), S. 278-279, S. 295.

regierung.⁹⁰ Die Reichsregierung nahm damit indirekt Einfluß auf die Kreditvergabepolitik insgesamt, denn die Kreditaufnahme des Staates führte zu einer Verringerung des Kreditvolumens, das privaten Kreditnehmern zur Verfügung stand.

Anknüpfend an dieses ‚Crowding Out‘ stellt sich die Frage, ob auch der Aktienrückkauf seitens der Reichsbank oder seitens des Staates in irgendeiner Form forciert wurde. Tatsächlich gibt es Beispiele dafür, daß der Aktienrückkauf von staatlicher Seite propagiert wird. Dies trifft gerade in jüngerer Zeit für Japan zu, allerdings in einer Situation, die sich anders darstellt als in Deutschland vor Ausbruch der Bankenkrise. In Japan wird der Aktienrückkauf von staatlicher Seite nahegelegt, um wechselseitige Beteiligungen im Unternehmenssektor abzubauen und damit gerade jenen Verflechtungen entgegenzutreten, die der japanischen Wirtschaft den Namen ‚Japan AG‘ eingetragen haben.⁹¹ Der Aktienrückkauf in Deutschland um 1930/31 scheint jedoch die Ziele der Reichsregierung eher zu konterkarieren als diese zu fördern. Angesichts des hohen staatlichen Liquiditätsbedarfs kann es nicht im Interesse der Reichsregierung gelegen haben, Liquidität in die Hände der nicht-staatlichen Bankeigner zu transferieren.

Zudem hat die Reichsregierung neben der aufgezeigten Einflußnahme im Bereich der Kreditvergabepolitik offensichtlich keinen direkten Einfluß auf die Geschäftspolitik der Berliner Großbanken genommen. Die Bankenvertreter hätten entsprechende Interventionen vermutlich auch zurückgewiesen. Dies verdeutlicht folgende Feststellung des Präsidenten des Centralverbandes des Deutschen Bank- und Bankiersgewerbes, Solmssen, nur wenige Tage vor dem Höhepunkt der Bankenkrise im Rahmen einer öffentlichen Ansprache: „Weder darf die Wirtschaft Politik treiben, noch die Politik Wirtschaft“.⁹² Das Zitat läßt einen umfangreichen Aktienrückkauf auf Anweisung des Staates vor und während der Krise wenig wahrscheinlich erscheinen. Wie oben angesprochen hatte die Reichsregierung außerdem kein Motiv, einen Aktienrückkauf durch die Berliner Großbanken zu forcieren, zumal das

⁹⁰Vgl. Feldman (1995), S. 278-279, S. 295.

⁹¹Vgl. o.V. (1998), Immer mehr Unternehmen planen Aktienrückkauf, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 24.06.1998, Nr. 143, S. 30.

⁹²Zitiert nach Born (1967), S. 86.

Reich vor Ausbruch der Krise und der anschließenden Reorganisation des Bankwesens noch keine Anteile an den entsprechenden Kreditinstituten hielt, die es im Zuge des Erwerbs eigener Aktien durch die Banken hätte abstoßen können.

Vor dem Hintergrund des von verschiedenen Seiten vermuteten Kursstützungsmotivs, das im vorhergehenden Abschnitt diskutiert wurde, kann man weiterhin festhalten, daß die Reichsregierung erst am 1. Juli 1931 begann, sich mit der kritischen Situation des deutschen Bankwesens zu beschäftigen.⁹³ Rein zeitlich ist es daher nicht möglich, daß die Reichsregierung im Frühjahr 1931 oder gar noch früher in dem Glauben, damit das Vertrauen in die Berliner Geschäftsbanken zu stärken, einen Aktienrückkauf anregte. Zu diesem Zeitpunkt war man sich in der Reichskanzlei der krisenhaften Entwicklungen im deutschen Bankensystem noch gar nicht bewußt.

Abschließend kann festgestellt werden, daß nichts darauf hindeutet, daß die Reichsregierung oder die Reichsbank versucht hätten, die Berliner Großbanken zu einem Aktienrückkauf zu veranlassen. Folglich muß es andere Gründe gegeben haben, die zum Aktienrückkauf motivierten.

3.5.3 Die Bankvorstände als loyale Agenten der Bank-eigner?

Ein Aktienrückkauf diene in dem betrachteten historischen Kontext vor allem den finanziellen Interessen von Aktionären. Deshalb gilt es nach Mechanismen zu suchen, die die Interessen der Bankvorstände der Berliner Großbanken in Einklang mit den Interessen der Eigner bringen konnten.

Ein stärker gleichgerichtetes Interesse besteht immer dann, wenn Manager in ihrer finanziellen Entlohnung an die Vermögensentwicklung der Eigner gebunden werden, sei es dadurch, daß ihr Vertrag ein entsprechendes finanzielles Anreizsystem vorsieht, oder sei es dadurch, daß Manager direkt am Unternehmen beteiligt sind und damit die Position eines Managers und Eigners einnehmen.

⁹³Vgl. Born (1967), S. 87.

In der heutigen Unternehmenspraxis sind solche finanziellen Anreizsysteme, die eine stärkere Orientierung des Managerverhaltens an den Interessen der Aktionäre bewirken sollen, insbesondere in den USA, aber in jüngerer Zeit vermehrt auch in Deutschland verbreitet. Beispielsweise wird versucht, die Interessen des Managements durch die Ausgabe von Aktienoptionen⁹⁴ den Interessen der Eigner anzunähern und dadurch ein stärker am Shareholder Value orientiertes Verhalten der Unternehmensleitung zu induzieren. Verschiedene Autoren haben in diesem Kontext aufgezeigt, daß in Unternehmen, die Management Stock Options an ihre Führungskräfte ausgeben, häufiger eigene Aktien zurückgekauft werden als in Unternehmen, die solche Entlohnungskomponenten nicht nutzen.⁹⁵ Der skizzierte Zusammenhang beruht auf zwei Effekten: Zum einen können zurückgekaufte eigene Aktien zur Bedienung der Aktienoptionsprogramme herangezogen werden. Zum anderen haben Führungskräfte, die zu einem gewissen Anteil in Form von Aktienoptionen entlohnt werden, einen Anreiz, Dividendenzahlungen durch Aktienrückkäufe zu substituieren, da Dividendenzahlungen den Kurs senken, während dies bei Aktienrückkäufen in der Regel nicht der Fall ist.⁹⁶

In der Zeit vor 1931 kamen Management Stock Options, wie wir sie heute kennen, noch nicht zum Einsatz. Es kann jedoch untersucht werden, ob es vergleichbare, an den Erfolg der Unternehmung gekoppelte Entlohnungskomponenten gab und ob diese möglicherweise einen Rückkauf eigener Aktien für die Vorstände attraktiv erscheinen ließen.

Tatsächlich finden sich in einigen in Großbank-Archiven gelagerten Personalakten Angaben, die belegen, daß es auch vor 1931 gewisse erfolgsabhängige Entlohnungskomponenten gab. Der Vertrag zwischen der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft und dem damals stellvertretenden Mitglied des Vorstands Dr. Karl Ernst Sippell⁹⁷ vom 31. Mai 1930 sah beispielsweise eine jährliche Zusatzantieme

⁹⁴Vgl. hierzu beispielsweise Menichetti (1996).

⁹⁵Vgl. Dittmar (2000), S. 335; Jolls (1998); Weisbenner (2000).

⁹⁶Vgl. Weisbenner (2000), S. 1-2, S. 25-27.

⁹⁷Dr. Karl Ernst Sippell war ordentliches Vorstandsmitglied der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft von 1933 bis 1945; in dem von uns betrachteten Zeitraum war Dr. Karl Ernst Sippell stellvertretendes Vorstandsmitglied.

von 4.000 RM für jedes Prozent Dividende der Bank vor, das über 4 Prozent hinaus verteilt wurde; die Zusatz-Tantieme sollte zahlbar sein nach Genehmigung des Jahresabschlusses durch die Generalversammlung.⁹⁸ Ein Aktienrückkauf hätte indirekt zu einem Anstieg dieser Zusatztantieme führen können, denn bei einer Reduzierung des verteilungsberechtigten Aktienkapitals hätte sich zumindest dann, wenn der Gewinn konstant geblieben wäre, und damit überschüssige Liquidität ausgeschüttet worden wäre, die Dividende pro Aktie erhöht. Im Falle eines Dividendenanstiegs über 4 Prozent hinaus hätte mithin auch Dr. Karl Ernst Sippell profitiert. Es stellt sich jedoch die Frage, warum ein indirekt wirkender Aktienrückkauf geeigneter hätte sein sollen, um die von der Höhe der Dividende abhängige Zusatz-Tantieme der Vorstände zu erhöhen als beispielsweise eine direkt wirkende Sonderdividende.

Zur Klärung dieser Frage könnte folgende Rechnung beitragen:

$$\begin{aligned}
 \frac{D}{NW * Z} &< \frac{D - x}{NW(Z - \frac{x}{p})} ; NW > 0 \\
 \frac{D}{Z} &< \frac{D - x}{Z - \frac{x}{p}} ; Z - \frac{x}{p} > 0 \Leftrightarrow Zp > x; Z > 0 \\
 D(Z - \frac{x}{p}) &< Z(D - x) \\
 -\frac{x}{p} * D &< -x * Z \\
 x(Z - \frac{D}{p}) &< 0 ; x > 0 \\
 Z * p &< D
 \end{aligned}$$

D: Für Ausschüttungen (Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe)
zur Verfügung stehender Betrag;

NW: Nennwert;

p: Aktueller Börsenkurs (annahmegemäß konstant);

x: Für Aktienrückkäufe genutzter Betrag;

Z: Zahl der Aktien.

⁹⁸Vgl. Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft (1930), Generalsekretariat, Betr. Personalia Dr. Sippell, P1/13, angefangen am 31.3.1930.

Im Ergebnis ist ein Aktienrückkauf einer erhöhten Dividendenzahlung genau dann vorzuziehen, wenn der Marktwert der gehandelten Aktien ($Z * p$) kleiner ist als der für Ausschüttungen, das heißt, für Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufe, insgesamt zur Verfügung stehende Betrag (D). In dem betrachteten Zeitraum könnte dies bei den Berliner Großbanken mit Filialnetz zeitweise sogar der Fall gewesen sein. Doch insbesondere die Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft pflegte vor 1931 Dividenden auf eigene Aktien auszuzahlen,⁹⁹ so daß für dieses Institut keine Erhöhung der Dividende pro Aktie im Anschluß an eine Ausschüttung überschüssiger Liquidität mittels eines Aktienrückkaufs aufgetreten wäre.

Zusätzlich kann ausgeführt werden, daß in der Zeit um 1930/31 keinerlei Gehaltserhöhungen oder Erhöhungen von Zusatzzahlungen genehmigt wurden. Vielmehr sahen sich sämtliche Mitarbeiter der Großbanken mit Gehaltskürzungen konfrontiert, wobei die Kürzungen bei höheren Gehältern entsprechend höher ausfielen.¹⁰⁰ Dr. Karl Ernst Sippell mußte vom Januar 1931 an beispielsweise auf 15 Prozent seines Gehalts, seiner festen Tantieme sowie einer Aufwandsentschädigung verzichten.¹⁰¹ Georg Solmssen, Mitglied des Vorstands der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft von 1929 bis 1934 und dessen Sprecher im Jahre 1933, mußte sogar einen 20-prozentigen Abschlag auf sein Gehalt sowie seine Tantieme hinnehmen; allein an Tantieme-Vorauszahlungen büßte er 1930 somit 60.000 RM ein.¹⁰² Diese Einschnitte insbesondere bei den Bezügen der Vorstände verdeutlichen, daß in der Zeit um 1930/31 auch in diesem Bereich Einsparungen vorgenommen wurden. Auf eine Erhöhung der Zusatz-Tantieme im Anschluß an Aktienrückkäufe konnten die Vorstände daher nicht hoffen.

So gilt es, nach solchen Mechanismen zu suchen, die unmittelbar eine Interessenharmonie von Managern und Eignern erzeugen. Einen solchen Mechanismus stellt ohne Zweifel die direkte Beteiligung des Managers am Unternehmen dar, die ihm die Rolle eines Manager-Eigners verschafft. Diese Spur erscheint insofern

⁹⁹Vgl. Untersuchungsausschuß für das Bankwesen 1933 (1934), II. Teil, Statistiken, S. 226, FN 1.

¹⁰⁰Vgl. Feldman (1995), S. 285-286.

¹⁰¹Vgl. Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft (1930), Generalsekretariat, Betr. Personalien Dr. Sippell, P1/13, angefangen am 31.3.1930.

¹⁰²Vgl. Feldman (1995), S. 286.

hoffnungsvoll, als es zu jener Zeit eine Großbank gab, die mit Sicherheit über geschäftsführende Eigner verfügte.

Hierbei handelt es sich um die Darmstädter und Nationalbank (Danat-Bank), also genau die Bank, die die Kette der zusammenbrechenden Institute anführte. Die Danat-Bank firmierte bis zu ihrer kriseninduzierten Fusion mit der Dresdner Bank als Kommanditgesellschaft auf Aktien. Die Liste der persönlich haftenden Gesellschafter, das heißt, der Komplementäre der KGaA, umfaßte fünf Personen, und zu diesen fünf Personen zählten auch die beiden Geschäftsführer der Bank, Jakob Goldschmidt und Siegmund Bodenheimer. Nachweislich handelte es sich bei diesen beiden Personen um Manager-Eigner. Theoretisch wäre es demnach möglich, daß diese Geschäftsführer und Geschäftsinhaber in der Phase einer drohenden Insolvenz ihre Geschäftsführungsbefugnis nutzten, um Aktien auch aus ihrem persönlichen Besitz durch die Gesellschaft zurückzukaufen. Ein Nachweis hierfür ließ sich in historischen Quellen jedoch nicht finden. Auch ihre haftungsrechtliche Stellung als Komplementär spricht gegen ein Interesse an einer solchen Transaktion. Als Komplementäre der KGaA hafteten sie persönlich mit ihrem gesamten Vermögen. Ein Rückkauf ihrer eigenen Aktien hätte mithin keinen Transfer von Unternehmensvermögen in haftungsgeschütztes Privatvermögen bedeutet, sondern die transferierte Liquidität hätte, soweit sie noch vorhanden gewesen wäre, weiterhin – nun als Bestandteil des Privatvermögens – für die Verbindlichkeiten der Bank gehaftet. An einem Rückkauf der Aktien von anderen, nicht mit ihrem Privatvermögen haftenden Aktionären dürften die Manager-Eigner zumindest theoretisch noch weniger Interesse gehabt haben, denn damit hätten sie lediglich ihr eigenes Risiko, zur persönlichen Haftung herangezogen zu werden, erhöht. Ob diese auf die Haftungsverhältnisse bei der Danat-Bank fußende Argumentationskette, die gegen eine Motivation zum Aktienrückkauf spricht, allerdings greift, muß in Frage gestellt werden. Denn zum einen wurde bei der Danat-Bank massiv zurückgekauft; und zum anderen deutet in historischen Dokumenten nichts darauf hin, daß die Komplementäre der Danat-Bank nach dem Zusammenbruch der KGaA in irgendeiner Form zu einer persönlichen Haftung

herangezogen wurden. Die Vorstände, insbesondere Jakob Goldschmidt, mußten lediglich ihre Ämter niederlegen.¹⁰³ Mithin wäre eine Vermögensübertragung von der Gesellschaft zu einigen Eignern auf dem Wege des Aktienrückkaufs – sofern sie denn stattgefunden hätte – letztlich erfolgreich gewesen.

Die oben skizzierten Überlegungen sind eher hypothetischer Natur, da kein Archivmaterial über die Transaktionspartner der Aktienrückkäufe bei der Danat-Bank gefunden wurde. Doch in dem Geschäftsbericht einer anderen Berliner Großbank, bei der allerdings von der Rechtsform keine Schlüsse auf eine Beteiligung von Vorständen am eigenen Unternehmen gezogen werden können, stößt man auf ein aufschlußreiches historisches Indiz. Im Geschäftsbericht der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft für das Jahr 1930 heißt es: „... haben wir im Laufe des Sommers beschlossen, ... an der Börse bis zu RM 35.000.000 unserer Aktien allmählich zurückzukaufen ... Bis zum Jahresabschluß hatten wir RM 23.202.500 zu einem Durchschnittskurs von 115 $\frac{1}{2}$ % gekauft. Den an der beabsichtigten Aufnahmhöhe fehlenden Betrag haben wir von Freunden erworben mit der Maßgabe, ihn zum Erwerbkurs zurückzugeben, insoweit sich uns Gelegenheit zu weiteren börsenmäßigen Käufen bietet“.¹⁰⁴ Dieser Textauszug impliziert, daß in dem betrachteten Zeitraum Aktien in Höhe eines Nennwerts von RM 11.797.500 nicht etwa von irgendwelchen, sondern gezielt von ausgewählten, befreundeten Aktionären zurückgekauft wurden. Der Geschäftsbericht erweckt im Tenor den Eindruck, man müsse den entsprechenden Aktionären für ihre Bereitschaft zur Veräußerung geradezu dankbar sein, weil sie halfen, eine angebliche Angebotslücke an der Börse zu füllen. Ob diese Darstellung bei einem Unternehmen, dessen Aktien stetig an Wert verloren,¹⁰⁵ wirklich einleuchtend war oder ob die befreundeten Aktionäre vielleicht ganz froh über diese Möglichkeit zum Ausstieg aus ihrem finanziellen Engagement waren, sei dahingestellt. Leider enthält

¹⁰³Insbesondere Reichskanzler Brüning drängte im Zuge der Restrukturierung nach der Bankenkrise von 1931 mehrfach nachdrücklich auf den Rücktritt der Mitglieder der Bankvorstände wie unter anderem folgende Äußerung belegt: „Die Persönlichkeiten, die mit dem Odium der Fehlschläge belastet sind, möchten soweit eliminiert werden, wie es mit Rücksicht auf die Kontinuität der technischen Gesamtführung irgend möglich ist.“ Born (1967), S. 171.

¹⁰⁴Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft (1931), S. 15.

¹⁰⁵Vgl. Lowka (2000) sowie Abbildung 3.3 auf Seite 65.

der Geschäftsbericht keine Angaben über den diesen Freunden gezahlten Rückkaufpreis; die Zahlung eines über dem aktuellen Börsenkurs liegenden Preises zur Entlohnung der Verkaufsbereitschaft liegt aber zumindest im Bereich des Möglichen. Unklar ist, wie der Zusatz, „mit der Maßgabe, ihn [den Betrag an eigenen Aktien] zum Erwerbskurs zurückzugeben“,¹⁰⁶ zu interpretieren ist. Da die Freunde wohl kaum bereit gewesen wären, die Anteile zu dem Rückkaufpreis zurückzunehmen, falls die Aktien – wie es zunächst geschah – weiter an Wert verloren, dürfte die Deutsche Bank mit diesem Zusatz den veräußernden Freunden eine Art Kaufoption gewährt haben, die die Freunde im Falle einer Kurserholung, die später tatsächlich eintrat, hätten ausüben können.¹⁰⁷ Trifft diese Argumentation zu, so hätten die Freunde ihre Aktien nach der Kurserholung zu dem Preis, der ihnen 1930 gezahlt worden war, zurückerhalten und mit einer anschließenden Veräußerung an Dritte sogar Kursgewinne erzielen können.

Insgesamt belegt der Auszug aus dem Geschäftsbericht der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft, daß tatsächlich Aktien von befreundeten Aktionären zurückgekauft wurden. Wer sich genau hinter diesen befreundeten Aktionären verbirgt, läßt sich nur schwer herausfinden. Sicher scheint jedoch, daß es Beziehungen zwischen dem Management und einzelnen Aktionären gab, die nicht der gängigen Vorstellung von der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Aktionär und Fremdmanager entsprachen. Ob es sich um Verwandtschaften, Freundschaften, finanzielle Interessen oder vielleicht Abhängigkeitsverhältnisse handelte, läßt sich heute kaum mehr nachweisen, da entsprechende Informationsquellen fehlen. Die Beziehungen müssen jedoch ein starkes Motiv dargestellt haben, denn die Vorstände gefährdeten mit dem gezielten Aktienrückkauf die Existenz der von ihnen geleiteten Unternehmen und damit auch ihren eigenen Arbeitsplatz. Sollte der gezahlte Erwerbspreis über dem Börsenkurs gelegen haben, so wären Dritte hierdurch geschädigt worden. Einige Aktionäre hätten sich mit Hilfe des Managements auf Kosten der verbleibenden Aktionäre, der Gläubiger und letztlich des Staates beziehungsweise des Steuerzahlers bereichert. Auch wenn dies Ver-

¹⁰⁶Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft (1931), S. 15.

¹⁰⁷Vgl. zur Kursentwicklung Lowka (2000) sowie Abbildung 3.3 auf Seite 65.

mutungen bleiben müssen, kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, daß die Begründung, man habe eigene Aktien vorrangig zur Kursstützung erworben, zumindest in der Krisenphase lediglich vorgeschoben war. Auch ein zeitgenössischer Verfasser hegte bereits 1933 Zweifel an dieser öffentlich präsentierten Begründung; vorsichtig spricht er von „Fälle[n], bei denen eigensüchtige Motive bei dem Erwerb eigener Aktien seitens des Vorstandes oder eines Großaktionärs respektive einer Großaktionärgruppe in geringerem oder größerem Maße mitgesprochen haben mögen . . . “. ¹⁰⁸

Diese Argumentation deckt sich mit empirischen Ergebnissen, die mit Bezug auf die USA ermittelt wurden. Dort hat man nachgewiesen, daß – während alle anderen Formen des Aktienrückkaufs¹⁰⁹ zu Kurssteigerungen führen – ein gezielter Auskauf einzelner Aktionäre durch Negotiated Repurchases regelmäßig zu Kursabschlägen bei den entsprechenden Aktien und einer Schädigung der verbleibenden Aktionäre führt. ¹¹⁰

3.6 Fazit

Die Spur, die eine plausible Erklärung für den Rückkauf eigener Aktien im Zuge der Bankenkrise von 1931 liefert, führt zu der Möglichkeit einer Interessenausgleichung zwischen Managern und Eignern, die nicht etwa in dem gemeinsamen Interesse an der Rettung des Unternehmens, sondern in einem gleichgerichteten Interesse an einem Transfer von Unternehmensvermögen in die Vermögenssphäre einiger Eigner vor dem Zusammenbruch des Unternehmens handelten. ¹¹¹ Es sei dahingestellt, ob sich dieser finanzierungstheoretisch begründete Verdacht jemals durch härtere Fakten belegen läßt, als sie dem Geschäftsbericht der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft von 1930 zu entnehmen sind.

¹⁰⁸Bertheim (1933), S. 30-31.

¹⁰⁹Open Market Repurchases, Fixed Price Tender Offers sowie Dutch Auction Tender Offers. Zu Aktienrückkäufen über Transferable Put Rights liegen keine repräsentativen empirischen Ergebnisse vor.

¹¹⁰Vgl. Barclay (1992), S. 409; Bradley/Wakeman (1983), S. 302, S. 307, S. 327; Dann/DeAngelo (1983), S. 278-280, S. 290-292, S. 295; Denis (1990), S. 1452-1453; Klein/Rosenfeld (1988), S. 503- 504.

¹¹¹Vgl. hierzu Abschnitt 3.5.3.

Ein Aktienrückkauf zur Kursstützung beziehungsweise zur Schaffung von Vertrauen bei den Einlegern vor der Bankenkrise von 1931, wie er von verschiedenen Seiten vermutet wurde, kann jedoch auf der Basis der Argumentation in Abschnitt 3.5.1 weitgehend ausgeschlossen werden. Auch lassen sich keinerlei Hinweise finden, daß die Bankvorstände auf Anweisung der Reichsregierung eigene Aktien erwarben.¹¹² Insofern deutet die vorliegende Untersuchung darauf hin, daß sich Bankvorstände vor der Bankenkrise als loyale Agenten einiger Bankeigner erwiesen, denen sie die im Kurs stetig fallenden Aktien¹¹³ der von ihnen geleiteten Kreditinstitute im Namen der Gesellschaft abkauften.

Die entsprechenden Aktienrückkäufe mögen die Krise nicht ausgelöst haben, aber sie verschärften und beschleunigten sie. Hiervon ist insbesondere auszugehen, wenn man berücksichtigt, daß die Berliner Großbanken mit Filialnetz im Sommer 1931 durchschnittlich nahezu 50 Prozent ihres Grundkapitals in Form von eigenen Aktien hielten.¹¹⁴ Vor dem Hintergrund dieser historischen Erfahrungen mit dem Instrument ‚Aktienrückkauf‘ soll in Kapitel 4 untersucht werden, ob die heute in den Aktienrückkauf gesetzten Erwartungen tatsächlich berechtigt erscheinen oder ob ein erneuter Mißbrauch befürchtet werden muß.

¹¹²Vgl. hierzu Abschnitt 3.5.2.

¹¹³Vgl. Lowka (2000) sowie Abbildung 3.3 auf Seite 65.

¹¹⁴Vgl. Bertheim (1933), S. 10; Born (1967), S. 60.

Kapitel 4

Der Aktienrückkauf im deutschen Finanzsystem heute

4.1 Motivation und Fragestellung

Das deutsche Finanzsystem wird in der Literatur häufig als Paradigma eines von Banken dominierten Systems angeführt. Tatsächlich spielt der Kapitalmarkt sowohl als Finanzierungsquelle als auch als Kontroll- und Bewertungsinstanz in Deutschland eine im Vergleich zu den USA deutlich untergeordnete Rolle. In Deutschland scheinen vielmehr Banken sowie Besitzer von großen Eigenkapitalbeteiligungen diese Funktionen zu übernehmen.

Im folgenden werden Indizien zusammengetragen, die nahelegen, daß diese unterschiedlichen Entwicklungen nicht zuletzt auf einen wesentlich schwächeren rechtlichen Schutz von Investoren in Deutschland zurückzuführen sind. Dies erkennend versucht der Gesetzgeber seit Anfang der neunziger Jahre des 20. Jahrhunderts, Elemente in den institutionellen Rahmen des deutschen Finanzsystems zu implementieren, die dem stärker an Aktionärsinteressen orientierten US-amerikanischen Outsider-Kontroll-System entstammen. Auch die wesentliche Lockerung des Verbots des Aktienrückkaufs in Deutschland könnte man als einen Schritt in Richtung mehr Kapitalmarktorientierung bewerten, wie dies zahlreiche Autoren vor und nach dem Inkrafttreten des KonTraG auch taten. Ihre Begeisterung stützte sich hierbei auf die Erwartung, durch die Gesetzesänderung würde ein weiterer Schritt zur stärkeren Orientierung der Geschäftspolitik deutscher börsennotierter

Unternehmen an den (Klein-)Aktionärsinteressen und damit dem Shareholder Value getan.

Es bleibt jedoch zu prüfen, ob dieses einzelne Element im deutschen Finanzsystem die gleichen Effekte wie im US-amerikanischen System erzielt. Tatsächlich weisen die Ergebnisse erster empirischer Untersuchungen in eine etwas andere Richtung. Beispielsweise taucht in deutschen Studien als vorrangiges Motiv für einen Aktienrückkauf das Vorhalten eigener Aktien als Akquisitionswährung auf.¹ Sofern die eigenen Aktien im Anschluß an einen Rückkauf überwiegend dazu verwendet würden, weitere Beteiligungen beziehungsweise Kreuzverflechtungen aufzubauen, spräche einiges gegen eine Nutzung im Sinne einer stärkeren Orientierung an (Klein-)Aktionärsinteressen. Vielmehr schiene sich in Deutschland ein Einsatz des Instruments ‚Aktienrückkauf‘ abzuzeichnen, den man als geradezu systemkonform bezeichnen könnte. Bestehende Verflechtungen von Unternehmen und die Dominanz großer Eigenkapitalgeber würden verstärkt; von einer allmählichen Abkehr von der Deutschland AG und einem Umbau des deutschen Finanzsystems könnte keine Rede sein.

Um die aufgezeigten Fragen zu beantworten, wird im folgenden zunächst auf die unterschiedliche Ausgestaltung von Finanzsystemen eingegangen, wobei die wesentlichen Charakteristika des deutschen Finanzsystems herausgestellt werden. Anschließend wird ein das deutsche System wesentlich prägendes Element – die Konzentration von Eigenkapitalbeteiligungen in den Händen von Unternehmen, Familien und Banken – dargestellt. Im Anschluß werden die rechtlichen Möglichkeiten sowie die Motive für einen Aktienrückkauf im Rahmen des deutschen Finanzsystems beleuchtet. Schließlich erfolgt eine deskriptive statistische Untersuchung, um die finanzierungstheoretische Argumentation in bezug auf Aktienrückkaufprogramme innerhalb des deutschen Corporate-Governance-Systems zu überprüfen.

¹Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 9-10; Kellerhals/Rausch (2000), S. 224.

4.2 Die Ausgestaltung von Finanzsystemen unter besonderer Berücksichtigung des deutschen Finanzsystems

4.2.1 Kapitalmarktdominierte versus bankdominierte Finanzsysteme

Wissenschaftler verschiedener Disziplinen beschäftigen sich bereits seit mehr als einem Jahrhundert mit der Frage, welche Finanzsysteme² und welche Corporate-Governance-Systeme³ effizient oder effizienter im Vergleich zu anderen Systemen sind. Tatsächlich wurde diese Frage im Zeitablauf unterschiedlich beantwortet.

Im ausgehenden 19. Jahrhundert beziehungsweise zu Anfang des 20. Jahrhunderts schien vor allem in Kontinentaleuropa die Auffassung vorzuherrschen, daß Finanzsysteme, in denen Banken die tragende Rolle spielen, für das Wachstum einer Volkswirtschaft vorteilhaft seien.⁴ Als Belege führte man unter anderem die rapide wirtschaftliche Expansion Deutschlands vor dem Ersten Weltkrieg an. Empirische Untersuchungen haben mittlerweile jedoch gezeigt, daß sich das Wachstum in der Zeit von 1850 bis 1913 in Deutschland nicht wesentlich vom Wachstum im kapitalmarktorientierten Großbritannien abhob.⁵

Auch in den achtziger Jahren des 20. Jahrhunderts pries man angesichts der wirtschaftlichen Erfolge Japans und Deutschlands die Vorzüge von bankdominierten Finanzsystemen.⁶ Die Begriffe ‚Japan AG‘ und davon abgeleitet ‚Deutschland AG‘ wurden in einem durchaus positiven Sinne verstanden. Denn: „... Japanese keiretsu and other insider-control systems were on vogue ...“.⁷

²Der Begriff ‚Finanzsystem‘ sei hier allgemein verstanden als „Interaktionssystem von Angebot und Nachfrage nach Kapitalüberlassung und anderen finanzbezogenen Leistungen.“ Hackethal/Schmidt (2000b), S. 3.

³„Ein Corporate-Governance-System umfaßt die Gesamtheit der Regelungen und Mechanismen, die bestimmen, welche Interessen- oder Stakeholdergruppen ... einer Unternehmung in welcher Weise Einfluß auf wesentliche Unternehmensentscheidungen nehmen und dabei ihre Interessen durchsetzen können.“ Hackethal/Schmidt (2000b), S. 14-15.

⁴Vgl. Gerschenkron (1962), S. 11-16.

⁵Vgl. Goldsmith (1969), S. 406-407.

⁶Vgl. z.B. Hackethal/Schmidt (2000b), S. 27; Shleifer/Vishny (1997), S. 772.

⁷Schmidt/Spindler (2000), S. 10 (FN 26).

Heute beziehungsweise bereits seit Beginn der neunziger Jahre des 20. Jahrhunderts tendieren die Auffassungen eher in Richtung einer Überlegenheit der markt-basierten Systeme.⁸ Ein Indiz hierfür könnte – sofern man von einem effizienten Wettbewerb der Systeme ausgeht – die Tatsache darstellen, daß im Zuge der EU-Harmonisierung zahlreiche Elemente eines kapitalmarktdominierten Systems in eher bankdominierte Systeme einfließen.⁹

Neben der Unterscheidung in bank- und marktdominierte Finanzsysteme, die auf Rybczynski (1984) zurück geht, findet man auch die begriffliche Unterscheidung in Insider- und Outsider-Systeme, die von Franks/Mayer (1994) geprägt wurde. Der Begriff ‚Insider‘ rekuriert hierbei auf die kontrollierende Funktion, die in entsprechenden Systemen von Banken, aber auch von anderen Unternehmen und Familien übernommen wird. Die Begriffspaare werden häufig synonym verwendet, wobei das Begriffspaar ‚bank-/marktdominiert‘ eher auf das Finanzsystem bezogen wird, während man mit dem umfassenderen Begriffspaar ‚Insider-/Outsider-System‘ das Corporate-Governance-System anspricht.

Marktdominierte Finanzsysteme, wie das US-amerikanische und das britische, werden geprägt von hoch liquiden Kapitalmärkten, an denen eine große Zahl von Unternehmen gelistet sind. Der überwiegende Teil der Eigenkapital- und Fremdkapitaltitel wird direkt oder indirekt über institutionelle Investoren von portfolioorientierten Kleinanlegern gehalten, die kein vorrangiges Interesse an der Kontrolle der Unternehmen hegen, sondern die jeweils profitabelste Anlagevariante wählen.¹⁰ Somit erfolgt über anonyme, annähernd gleich gut informierte Marktteilnehmer, die ihre Aktien bei schlechter Unternehmensentwicklung veräußern, eine Kontrolle von außen, das heißt, über den Markt; dies setzt wiederum ein hohes Maß an Transparenz, insbesondere in der Rechnungslegung, aber auch durchschaubare und klare Unternehmensstrukturen voraus.

Seit 1992, dem Jahr, in dem die gesetzlichen Vorschriften, die eine Verständ-

⁸Vgl. z.B. Allen/Gale (1995), S. 180; Hackethal/Schmidt (2000b), S. 27-28, S. 30; Roe (1993), S. 1978.

⁹Vgl. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1998), S. 1119 (FN 2); Schmidt/Grohs (1999), S. 9-10, S. 17-19; Schmidt/Spindler (2000), S. 17-18.

¹⁰Vgl. Berglöf (1997), S. 97 (Table 1).

gung zwischen Aktionären strikt verboten, gelockert wurden,¹¹ ist aber auch in den USA eine gewisse Einflußnahme durch institutionelle Investoren (Versicherer, Mutual Funds, Pensionsfonds) zu beobachten. Entsprechende Institutionen versuchen, die Geschäftspolitik von Unternehmen aktiver zu beeinflussen, indem sie Tagesordnungspunkte für Aktionärsversammlungen vorschlagen, die Wahl von Geschäftsführern zu beeinflussen suchen und rechtliche Vorgaben, die den Radius ihrer Aktivitäten einschränken, bekämpfen.¹² Im Vergleich zu Kontinentaleuropa ist die Einflußnahme dieser institutionellen Investoren auf die Geschäftspolitik eines einzelnen Unternehmens jedoch von einer anderen Qualität. Dies zeigt sich zum Beispiel daran, daß aktiv verwaltete Pensionsfonds Aktien im Durchschnitt nicht länger als 1,9 Jahre halten.¹³ Von einer permanenten und kontinuierlichen Einflußnahme, wie wir sie insbesondere durch große Eigenkapitalgeber in Deutschland beobachten, ist demnach nicht auszugehen. Die institutionellen Anleger in den USA verhalten sich vielmehr eher wie gut informierte Kleinanleger.

Die Beziehungen zu anderen Stakeholdern, zum Beispiel Arbeitnehmern, Kunden, Lieferanten, werden in Outsider-Kontroll-Systemen wie dem US-amerikanischen weitgehend über explizite Verträge sowie Marktmechanismen geregelt; die entsprechenden Beziehungen sind eher kurzfristiger Natur.¹⁴ Dies ermöglicht ein hohes Maß an Flexibilität, vermindert jedoch gleichzeitig den Anreiz zum Aufbau von firmenspezifischem Humankapital.¹⁵

Banken spielen in marktdominierten Finanzsystemen eine weniger prominente Rolle; so gibt es in dem noch immer stark vom Trennbankensystem¹⁶ und Regionalprinzip geprägten Finanzsystem der USA zwar viele Banken, die sich jedoch mit einer beträchtlichen Konkurrenz sowohl von seiten der Märkte als auch unter-

¹¹Vgl. Roe (1993), S. 1957.

¹²Vgl. Roe (1993), S. 1965-1966.

¹³Vgl. Bolton/von Thadden (1998), S. 4 (FN 8).

¹⁴Vgl. Schmidt/Hackethal/Tyrell (2001), S. 32.

¹⁵Vgl. Allen/Gale (1995), S. 203; Franks/Mayer (1995), S. 191; Schmidt/Hackethal/Tyrell (2001), S. 32.

¹⁶Der Glass Steagall Act von 1933, der unter anderem die Trennung von Commercial und Investment Banking und damit ein Trennbankensystem für die USA verbindlich fest schrieb, ist seit November 1999 nicht mehr in Kraft.

einander konfrontiert sehen.¹⁷ Langfristige Beziehungen zwischen Unternehmen und Banken sind die Ausnahme, und die Finanzierung durch Banken ist in der Regel auf kurzfristige Kredite beschränkt.

Innerhalb des marktdominierten Finanzsystems steht der Agency-Konflikt zwischen Managern und Aktionären im Vordergrund, wobei die Gruppe der Aktionäre im Regelfall als eine in hohem Maße homogene Gruppe mit annähernd symmetrischer Informationsverteilung und der einheitlichen Zielsetzung einer Shareholder-Value-Maximierung betrachtet werden kann.¹⁸ Die Androhung einer feindlichen Übernahme und damit eines Wechsels in der Unternehmensleitung, die zumindest einen kurzfristig dominierenden Eigenkapitalgeber (Raider) erfordert, stellt noch immer einen wesentlichen Disziplinierungsmechanismus im anglo-amerikanischen System dar, wohingegen interne Kontrollmechanismen lediglich von untergeordneter Bedeutung sind.¹⁹

Bankdominierte Finanzsysteme, zu denen auch das deutsche Finanzsystem zu zählen ist, besitzen in der Regel weniger liquide Kapitalmärkte, an denen vergleichsweise wenige Unternehmen gehandelt werden.²⁰ Die Mehrheit der Investoren am Kapitalmarkt eines bankdominierten Finanzsystems verfolgt mit ihrem finanziellen Engagement vorrangig Kontrollinteressen. Dies trifft nicht auf die schlechter informierten privaten Kleinanleger zu. Es besteht daher vor allem ein Agency-Konflikt zwischen den ausschließlich an Marktwertsteigerungen interessierten Kleinaktionären und den ein Unternehmen kontrollierenden Großaktionären. Universalbanken, die neben anderen in der Funktion eines kontrollierenden (Groß-)Aktionärs auftreten, entfalten auch auf weiteren Ebenen in der Beziehung zu Unternehmen ihren Einfluß. Innerhalb des deutschen Systems halten sie einerseits Eigenkapitalbeteiligungen und üben Depotstimmrechte für die Mehrheit der Kleinanleger aus, andererseits gewinnen sie zusätzlichen Einfluß über Aufsichtsratsmandate, die sie in zahlreichen deutschen Unternehmen wahrnehmen, sowie

¹⁷Vgl. Allen/Gale (1995), S. 188 (Table 4).

¹⁸Neben hoch entwickelten Kapitalmärkten, an denen Streubesitz vorherrschend ist, setzt dies strikte Insider-Regelungen und deren konsequente Durchsetzung voraus.

¹⁹Vgl. Berglöf (1997), S. 96; Schmidt/Spindler (2000), S. 14.

²⁰Vgl. Berglöf (1997), S. 97 (Table 1).

über ihre Funktion als Gläubiger.²¹ Banken, insbesondere sogenannte Hausbanken, die zumeist sehr langfristige Beziehungen zu Unternehmen unterhalten, sind daher als Insider mit einem überlegenen Informationsstand und entsprechenden Einflußrechten innerhalb des deutschen Finanzsystems zu bezeichnen.²²

Neben den Banken nehmen auch Arbeitnehmer innerhalb des deutschen Insider-Systems gewisse Kontrollfunktionen wahr, insbesondere über ihre Beteiligung im Aufsichtsrat, die das Betriebsverfassungsgesetz beziehungsweise das Mitbestimmungsgesetz ab einer bestimmten Anzahl regelmäßig beschäftigter Arbeitnehmer vorschreiben.²³ Grundsätzlich basieren die Beziehungen zu Arbeitnehmern innerhalb von bankdominierten und gleichzeitig insiderdominierten Systemen in hohem Maße auf langfristigen und impliziten Verträgen, die aus Sicht der Arbeitnehmer einen Anreiz darstellen, in firmenspezifisches Humankapital zu investieren.²⁴

Weitere Gruppen von Insidern bilden Nicht-Bank-Unternehmen sowie Familien, wobei insbesondere Nicht-Bank-Unternehmen, aber auch Familien als Besitzer wesentlicher Eigenkapitalbeteiligungen nach neueren empirischen Untersuchungen möglicherweise von weit größerer Bedeutung sind als Banken. Über komplexe Netze von Kapitalverflechtungen, wechselseitigen Beteiligungen oder Pyramiden üben Sie ihre Einflußrechte aus.²⁵ Aufgrund der überragenden Bedeutung dieser Concentrated Ownership für die betrachtete Fragestellung wird auf dieses Charakteristikum des deutschen Corporate-Governance-Systems in einem folgenden Abschnitt im Detail eingegangen.

²¹Vgl. z.B. Vogelsang (1995).

²²In welche Richtung Banken ihren Einfluß auf Unternehmen geltend machen, hängt sehr stark davon ab, welche Positionen einer Bank dominieren. Grundsätzlich ist in Deutschland davon auszugehen, daß Banken größere Fremdkapital- als Eigenkapitalpositionen halten und daher eher im Interesse von Gläubigern kontrollieren und abstimmen. Vgl. Boehmer (1999), S. 9.

²³In einer AG, KGaA, GmbH sowie Erwerbs- oder Wirtschaftsgenossenschaft, in der i.d.R. mehr als 500 Arbeitnehmer beschäftigt sind, muß gemäß Betriebsverfassungsgesetz von 1972 ein Drittel der Aufsichtsratsmandate mit Arbeitnehmern besetzt werden. In entsprechenden Gesellschaften mit i.d.R. mehr als 2.000 Arbeitnehmern muß der Aufsichtsrat gemäß Mitbestimmungsgesetz von 1976 zu gleichen Teilen aus Arbeitnehmern und Anteilseignern bestehen, wobei die Anteilseigner den mit Doppelstimme ausgestatteten Aufsichtsratsvorsitzenden stellen. Vgl. z.B. Grunewald (2000), S. 247-249, S. 306, S. 340-341, S. 397.

²⁴Vgl. Allen/Gale (1995), S. 203; Franks/Mayer (1995), S. 193; Schmidt/Hackethal/Tyrell (2001), S. 31.

²⁵Vgl. Beyer (1998).

An dieser Stelle kann jedoch festgehalten werden, daß gemäß der Idealvorstellung von einem Insider-Kontrollsystem eine Koalition von gut informierten Vertretern unterschiedlicher Interessengruppen die Unternehmensleitung bei der Entscheidungsfindung und Konfliktlösung dahin gehend unterstützt, daß die verschiedenen Interessen angemessen berücksichtigt werden; weiterhin wird das Management idealiter durch diese Koalition gut informierter Share- und Stakeholder kontrolliert, und auch die unterschiedlichen Interessengruppen betreiben untereinander ein gewisses Monitoring.²⁶ In der Realität dürfte die Kontrolle eines Fremdmanagements von seiten der Shareholder in Gesellschaften mit dominierenden Familienaktionären, deren Vermögen vorrangig in dem entsprechenden Unternehmen gebunden ist, vergleichsweise intensiv ausfallen. Sofern der dominierende Aktionär ein anderes, ebenfalls von einem Fremdmanagement geleitetes Unternehmen ist, dürften sich gewisse Abweichungen von der Idealvorstellung in bezug auf die Kontrolle des Agenten abzeichnen, wobei sich die fachliche Qualifikation des kontrollierenden Fremdmanagements auch positiv auswirken kann. Die Intensität der Kontrolle wird abnehmen, sobald annähernd gleich hohe Kreuzbeteiligungen zu einer wechselseitigen (Nicht-)Kontrolle von Fremdmanagern führen. Auch in den – in Deutschland wenig verbreiteten – Gesellschaften im Streubesitz wird es aufgrund der hohen Informationskosten und des korrespondierenden Free-Riding-Problems zu einer weniger intensiven Kontrolle des Managements durch die Anteilseigner kommen.²⁷ Allerdings scheint den (Depot-)Banken speziell in diesen Unternehmen eine große Bedeutung bei der Managementkontrolle zuzukommen.²⁸

²⁶Vgl. Schmidt/Grohs (1999), S. 5; Schmidt/Spindler (2000), S. 15.

²⁷Vgl. z.B. Shleifer/Vishny (1986), S. 461-462.

²⁸Vgl. Baums/Fraune (1995); Edwards/Nibler (1999), S. 2, S. 10-12; Franks/Mayer (1995), S. 176.

4.2.2 Kritik an der Differenzierung zwischen kapitalmarkt- und bankdominierten Finanzsystemen sowie neuere Ansätze zur Differenzierung von Finanzsystemen

Die aufgezeigte Unterteilung in markt- und bankdominierte Systeme, die bereits im vorangegangenen Abschnitt erweitert wurde, indem auch das Begriffspaar ‚Insider-/Outsider-System‘ in die Betrachtung mit einbezogen wurde, erscheint einigen Autoren aus unterschiedlichen Gründen wenig fruchtbar.

Colin Mayer (1988, 1990) gelangt zu dieser Auffassung auf der Grundlage seiner empirischen Ergebnisse zum Finanzierungsverhalten von Unternehmen in unterschiedlichen Ländern. Erstaunlicherweise stellen Mayer und andere Autoren in Anlehnung an ihn²⁹ fest, daß in allen untersuchten Ländern der internen Finanzierung, das heißt, der Finanzierung aus Gewinnthesaurierung und Vermögensumschichtung, die überragende Rolle bei der Finanzierung von Investitionen zukommt³⁰ und keine gravierenden Unterschiede im Finanzierungsverhalten verschiedener Länder auszumachen sind.³¹ Die geringfügigen Unterschiede, die gemäß der Analysen dennoch auftreten, sind verblüffend: Es wird festgestellt, daß der Kreditfinanzierung durch Banken in Großbritannien, einem Land, das man zu den marktdominierten Ländern zählt, eine größere Bedeutung zukommt als in Deutschland.³² Und auch im Vergleich zu den USA nimmt sich die Bankfinanzierung in Deutschland nur wenig stärker aus.³³ Eigenkapitalfinanzierung spielt nach den entsprechenden Studien eine insgesamt zu vernachlässigende Rolle und wird für die USA und Großbritannien sogar geringer ausgewiesen als für Deutschland.³⁴ Dies würde bedeuten, daß das Finanzierungsverhalten in keiner Weise mit den zuvor dargestellten Ausprägungen von Finanzsystemen, beispielsweise der für Deutschland festgestellten Dominanz von Banken oder der den USA zugeschriebenen Marktdominanz, korrespondieren würde.

²⁹Vgl. Hackethal/Schmidt (2000a), S. 1 (FN 3).

³⁰Diese Ergebnisse stützen die von Myers/Majluf (1984) entwickelte Pecking Order These.

³¹Vgl. Hackethal/Schmidt (2000a), S. 1-8.

³²Vgl. Hackethal/Schmidt (2000a), S. 4 (Table 1).

³³Vgl. Hackethal/Schmidt (2000a), S. 4 (Table 1).

³⁴Vgl. Hackethal/Schmidt (2000a), S. 4 (Table 1).

Hackethal/Schmidt gelingt es jedoch, zu zeigen, daß die revolutionär anmutenden Ergebnisse von Colin Mayer und anderen ihm folgenden Autoren auf bestimmte Modellannahmen bezüglich der Verwendung von Finanzierungsmitteln beziehungsweise auf die Betrachtung von aggregierten Flow-of-Funds-Daten zurückzuführen sind.³⁵ Insbesondere wird in diesen Studien eine Nettokreditfinanzierung in dem Sinne betrachtet, daß die gesamten Kreditrückzahlungen, die in einer Periode vom Nicht-Banksektor an den Banksektor fließen, von dem gewährten Kreditvolumen innerhalb dieser Periode abgezogen werden. Da Fremdkapital – im Gegensatz zu dem unbefristet zur Verfügung stehenden Eigenkapital – jedoch regelmäßig zurückgeführt und neu aufgenommen wird, kommt der Unterschied beim Abstellen auf Nettokapitalströme nicht zur Geltung, so daß die interne Finanzierung bei der Betrachtung von Nettoströmen als das überragende Finanzierungsmittel erscheint. Ändert man die Meßmethode und betrachtet Brutto-Finanzierungsströme, zeichnen sich hingegen deutliche Unterschiede im Finanzierungsverhalten unterschiedlicher Länder ab, die die Einteilung in bank- und marktdominierte Finanzsysteme auch widerspiegeln und eine entsprechende Kategorisierung zumindest in dieser Hinsicht gerechtfertigt erscheinen lassen.³⁶

Levine (2000) sieht die Validität der Unterteilung in bank- und marktdominierte Systeme von anderer Seite eingeschränkt. In seiner ökonometrischen Analyse, die sich auf 48 Länder über den Zeitraum von 1980 bis 1995 erstreckt, lassen sich keine signifikanten Unterschiede in bezug auf das Wachstum in bank- oder marktdominierten Systemen aufzeigen. Konkret heißt es bei Levine: „Countries with well-developed banks but poorly developed markets do not perform worse than countries with very well-developed markets but poorly developed banks, or than those with more balanced financial systems“.³⁷ Das heißt, über die Effizienz von verschiedenen Finanzsystemen kann auf der Basis einer Einteilung in bank- und marktdominierte Systeme nicht geurteilt werden. Für das langfristige Wachstum einer Volkswirtschaft sind nach Levines Ergebnissen vielmehr die Ausgestaltung

³⁵Vgl. im folgenden Hackethal/Schmidt (2000a), S. 5-8.

³⁶Vgl. Hackethal/Schmidt (2000a), S. 8-16.

³⁷Levine (2000), S. 27.

der Rechte von Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern sowie die Durchsetzung dieser Rechte durch die Gerichte von entscheidender Bedeutung, die wiederum die Bereitstellung finanzieller Dienstleistungen, sei es durch Banken oder über den Markt, beeinflussen.³⁸ Genau an diesem Punkt setzen zwei neuere Ansätze zur Differenzierung von Finanzsystemen an.

Die Legal Based View, die von La Porta et al. formuliert wurde, wendet sich ab von der Unterteilung in bank- und marktdominierte Finanzsysteme und ordnet die verschiedenen Systeme nach dem Ursprung ihrer Rechtssysteme.³⁹ Grundsätzlich wird zwischen der Common-Law-Tradition, die englischen Ursprungs ist, und der Civil-Law-Tradition, die auf römisches Recht zurückgeht, unterschieden, wobei die Civil-Law-Tradition weiter unterteilt wird in eine französische, eine deutsche und eine skandinavische Richtung.⁴⁰ In ihrer Entstehung unterscheiden sich die beiden Rechtstraditionen dahin gehend, daß Gesetze im Sinne der Common-Law-Tradition von Richtern entwickelt beziehungsweise aus Urteilen abgeleitet und anschließend in ein Rechtssystem implementiert werden, während Gesetze innerhalb der Civil-Law-Tradition von Rechtsgelehrten beziehungsweise der Legislative eines Landes konzipiert und verabschiedet werden. Im Ergebnis stellen La Porta et al. fest, daß Common-Law-Länder sowohl Eigenkapital- als auch Fremdkapitalgeber am besten schützen, wohingegen französische Civil-Law-Länder ihren Investoren am wenigsten Schutz bieten. Deutschland mit seiner Civil-Law-Tradition befindet sich im Mittelfeld. Eigenkapitalgeber und unbesicherte Fremdkapitalgeber werden in Deutschland nur mäßig, besicherte Gläubiger hingegen sehr stark geschützt. Auch die Durchsetzung der rechtlichen Regelungen ist in der deutschen Rechtstradition sehr gut sichergestellt, während sie in der französischen am wenigsten gesichert ist; Common-Law-Länder liegen hier im Mittelfeld.

Zwischen dem Schutz, den ein Rechtssystem Investoren im Inland bietet, und der ökonomischen Entwicklung beziehungsweise der Entwicklung des Finanzsystems

³⁸Vgl. Levine (2000), S. 5, S. 23, S. 30-31.

³⁹Vgl. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1997, 1998).

⁴⁰Vgl. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1997), S. 1131; La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1998), S. 1115.

besteht nach den Untersuchungen von La Porta et al., die von Levine bestätigt werden, dahin gehend ein enger Zusammenhang, als eine gute rechtliche Absicherung von Kapitalgebern die Entwicklung eines Finanzsystems und damit auch die Entwicklung einer Volkswirtschaft positiv beeinflusst.⁴¹ Nach Auffassung von La Porta et al. sollte man sich daher stärker mit dem Rechtssystem eines Landes beschäftigen als mit der Dominanz unterschiedlicher Institutionen innerhalb einzelner Länder.

Ausgehend von der Betrachtung der rechtlichen Stellung von Eigenkapitalgebern gelingt es La Porta et al. beispielsweise, Rückschlüsse auf das Ausmaß von Concentrated Ownership zu ziehen. Nach ihren Ergebnissen zeigen Länder, die Eigenkapitalgeber besser schützen, eine statistisch signifikant geringere Concentrated Ownership.⁴² Dies könnte ein Hinweis darauf sein, „that heavily concentrated ownership results from, and perhaps substitutes for, weak protection of investors in a corporate governance system“.⁴³

In eine ähnliche Richtung wie die skizzierte Legal Based View geht die Financial Services View, die entsprechend von der empirischen Untersuchung von Levine ebenfalls gestützt wird. Nach diesem neueren Ansatz ist die Unterteilung in bank- und marktbasierende Systeme nicht völlig zu verwerfen, aber es sollte weniger die Frage nach der Dominanz von Banken oder des Marktes fokussiert werden, als vielmehr die Frage, wie man Rahmenbedingungen schafft, unter denen sich Banken und Märkte gleichermaßen gut entwickeln und umfassende, qualifizierte finanzielle Dienstleistungen zur Verfügung stellen können.⁴⁴ Das heißt, der Entwicklungsstand des Finanzsystems insgesamt, der wiederum eng verknüpft ist mit den rechtlichen Vorgaben, und nicht die Struktur des Finanzsystems sollte vorrangig betrachtet werden, wenn man Rückschlüsse auf die wirtschaftliche Entwicklung eines Landes ziehen möchte. Die Financial Services View setzt demnach an ähnlichen Punkten an wie die Legal Based View.

⁴¹Vgl. vor allem La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1997).

⁴²Vgl. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1998), S. 1145-1151.

⁴³La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1998), S. 1151.

⁴⁴Vgl. Levine (2000), S. 2-3, S. 12-13.

4.2.3 Die Konzepte der Komplementarität und der Konsistenz

Angesichts der aktuellen Tendenz, Elemente, die eher einem marktdominierten System entstammen, in bankdominierte beziehungsweise Insider-Systeme zu implementieren, und vor dem Hintergrund der Frage, welches System das effizientere darstellt, beschäftigen sich verschiedene Wissenschaftler mit der Frage, ob beziehungsweise inwieweit und mit welcher Geschwindigkeit eine Konvergenz unterschiedlicher nationaler Finanzsysteme festzustellen oder zu erwarten ist.⁴⁵ Daran anknüpfend beschäftigt man sich mit der Frage der Komplementarität von einzelnen Elementen eines Finanzsystems beziehungsweise mit der Konsistenz vorhandener Finanzsysteme, die es als nicht sinnvoll erscheinen lassen könnte, einzelne Elemente in ein an sich konsistentes System zu übernehmen, nur weil sie sich im Kontext eines anderen Systems als wertvoll erwiesen haben.⁴⁶

Bezogen auf die im Rahmen dieser Arbeit fokussierte Thematik stellt sich die Frage, ob ein Aktienrückkauf in einem Insider-System die gleichen Wirkungen entfaltet wie in einem Outsider-System. Und auch mit Bezug auf die neueren Ansätze zur Differenzierung von Finanzsystemen, die stärker auf die jeweiligen Rechtstraditionen abheben, stellt sich in ähnlicher Form die Frage nach der Wirkung eines Aktienrückkaufs innerhalb verschiedener Systeme. In einer allgemeinen ersten Annäherung an diese Fragestellung erweisen sich die von Schmidt und verschiedenen Koautoren entwickelten Konzepte der Komplementarität und der Konsistenz als hilfreich.

Während der Begriff Komplementarität eine Eigenschaft von Beziehungen zwischen verschiedenen Elementen eines Systems erfaßt, spricht man von Konsistenz mit Bezug auf ein gesamtes System.⁴⁷ Formal lassen sich die beiden Konzepte wie folgt skizzieren⁴⁸: Die Elemente a, b, c, d werden als komplementär zueinander bezeichnet, wenn folgende Beziehung für das Element a gilt (und entsprechend

⁴⁵Vgl. Schmidt/Grohs (1999); Schmidt/Hackethal/Tyrell (2001).

⁴⁶Vgl. Hackethal/Schmidt (2000b); Schmidt/Spindler (2000).

⁴⁷Vgl. Hackethal/Schmidt (2000b), S. 5; Schmidt/Hackethal/Tyrell (2001), S. 5; Schmidt/Spindler (2000), S. 11-12.

⁴⁸Vgl. im folgenden Schmidt/Spindler (2000), S. 11-12.

für die Elemente b, c und d):

$$S_1(a_1, b_1, c_1, d_1) \text{ ist besser als } S_{1*}(a_2, b_1, c_1, d_1)$$

$$S_2(a_2, b_2, c_2, d_2) \text{ ist besser als } S_{2*}(a_1, b_2, c_2, d_2)$$

Diese Beziehungen gelten unabhängig davon, wie die Elemente a_1 und a_2 im einzelnen bewertet werden. Die Systeme S_1 und S_2 werden als konsistente Systeme, die Systeme S_{1*} und S_{2*} als inkonsistente Systeme bezeichnet. Insgesamt ist nach dieser Konzeption vor allem von Bedeutung, ob die einzelnen Elemente eines Systems zueinander passen, das heißt, komplementär sind, und sich in ihrer positiven Wirkung gegenseitig verstärken beziehungsweise in ihren negativen Auswirkungen dämpfen.⁴⁹

Bezogen auf die Analyse des Aktienrückkaufs könnte es instruktiv sein, sich vorzustellen, das System S_2 sei das kapitalmarktdominierte Finanzsystem, aus dem nun das einzelne Element a_2 kopiert und in das bankdominierte Finanzsystem S_1 überführt wird. Das Element a_2 könnte unter anderem beispielsweise eine liberale Regelung zum Aktienrückkauf beinhalten. Sofern die Konzepte der Komplementarität und der Konsistenz in diesem Kontext von Relevanz sind, entstünde durch die Implementierung des Elements a_2 in das bankdominierte Finanzsystem S_1 ein inkonsistentes System. Wohlfahrtsverluste, eventuell sogar eine Destabilisierung des Systems wären mögliche Folgen, wodurch sich wiederum ein Anpassungsdruck aufbauen könnte. Dieser Anpassungsdruck kann in der Folge in zwei Richtungen entweichen⁵⁰: Entweder würden auch die übrigen Elemente b_1, c_1, d_1 durch Elemente, die dem System S_2 entstammen, ersetzt, so daß das System S_1 die Form des Systems S_2 annimmt; dies entspräche der These von der Konvergenz verschiedener nationaler Finanzsysteme. Oder das Element a_2 würde wieder ersetzt durch a_1 , so daß das konsistente System S_1 wiederhergestellt würde. Hohe Anpassungskosten und die Existenz lokaler Optima könnten beispielsweise dazu führen, daß sich Finanzsysteme wie S_1 über längere Zeiträume halten und es nicht zu

⁴⁹Vgl. Hackethal/Schmidt (2000b), S. 5; Schmidt/Hackethal/Tyrell (2001), S. 5; Schmidt/Spindler (2000), S. 11.

⁵⁰Vgl. Schmidt/Spindler (2000), S. 13.

einer zügigen Konvergenz kommt, selbst wenn sich allmählich die Überzeugung durchsetzen würde, daß S_1 das unterlegene System darstellt.⁵¹

Die These, die in der Fragestellung zu diesem Kapitel entwickelt wurde, liegt zwischen den beiden skizzierten Thesen. Denn die Übernahme eines systemfremden Elements könnte auch dazu führen, daß das Element innerhalb des neuen Systems eine modifizierte Wirkung entfaltet, die wiederum sehr wohl in das empfangende System paßt.

4.3 Concentrated Ownership als integraler Bestandteil des deutschen Finanzsystems

4.3.1 Die Bedeutung von Concentrated Ownership in Deutschland

Concentrated Ownership stellt ein Charakteristikum des deutschen Finanzsystems dar, das – folgt man den Konzepten der Komplementarität und der Konsistenz – zu anderen Elementen des deutschen Systems komplementär ist. Einige Autoren nehmen insbesondere an, daß Concentrated Ownership dazu beiträgt, den wenig ausgeprägten rechtlichen Schutz von Eigenkapitalgebern in Deutschland zu kompensieren.⁵² Um die Bedeutung von konzentrierten Beteiligungsstrukturen in Deutschland aufzuzeigen, werden zunächst einige Zahlen angeführt, die Ergebnisse einzelner deskriptiver Studien zu diesem Phänomen sind.

Häufig zitiert, vor allem von US-amerikanischen Autoren, die sich mit dem deutschen Finanzmarkt beschäftigen, werden die Ergebnisse von Franks/Mayer (1995). Deren Studie, die nach eigenen Angaben 171 der größten börsennotierten deutschen Unternehmen umfaßt und sich auf das Jahr 1990 bezieht, kommt zu dem Ergebnis, daß in nahezu 85 Prozent der untersuchten deutschen Unternehmen zumindest ein Aktionär mehr als 25 Prozent der Eigenkapitalanteile hält.⁵³

⁵¹Vgl. Hackethal/Schmidt (2000b), S. 30.

⁵²Vgl. Berglöf (1997), S. 98; Franks/Mayer (1995), S. 190; La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1998), S. 1116, S. 1148; Shleifer/Vishny (1997), S. 753.

⁵³Vgl. Franks/Mayer (1995), S. 174, S. 176.

Bei einer Betrachtung der verschiedenen Gruppen von Investoren ergibt sich nach Franks/Mayer folgendes Bild: In 27,5 Prozent der untersuchten Firmen sind es andere deutsche Unternehmen, die als Großaktionäre in Erscheinung treten; Familien rangieren auf dem zweiten Platz mit 20,5 Prozent gefolgt von institutionellen Investoren⁵⁴ (12,9 Prozent) und ausländischen Unternehmen (9,9 Prozent); Banken sind mit 5,8 Prozent lediglich auf dem fünften Platz vertreten.⁵⁵ In bezug auf die Höhe der jeweiligen Eigenkapitalbeteiligungen kommen Franks/Mayer zu dem Ergebnis, daß andere Unternehmen und Familien, sofern sie sich an einem Unternehmen beteiligen, im Durchschnitt über Mehrheitsbeteiligungen verfügen, wohingegen institutionelle Investoren und Banken selten als Mehrheitsaktionäre auftreten.⁵⁶

Auch Edwards/Nibler (1999), die 158 der 200 umsatzstärksten deutschen Nicht-Finanzunternehmen im Jahre 1992 betrachtet haben,⁵⁷ stellen fest, daß Familien häufig als Mehrheitsaktionäre in Erscheinung treten. In ihrer Stichprobe, die sowohl börsennotierte als auch 55 nicht-börsennotierte Firmen umfaßt, halten Familien in solchen Unternehmen, an denen sie beteiligt sind, im Durchschnitt 65 Prozent des stimmberechtigten Eigenkapitals.⁵⁸ In der Untersuchung von Edwards/Nibler rangieren Familien als Eigenkapitalgeber insgesamt sogar noch vor anderen Unternehmen, sofern man in- und ausländische Unternehmen als separate Gruppen erfaßt. Familien hatten in 36 Prozent der betrachteten Firmen eine Beteiligung von über 25 Prozent, ausländische Unternehmen hielten hingegen in 18 Prozent der Fälle eine entsprechende Beteiligung; inländische (Nicht-Bank-)Unternehmen kamen auf 12 Prozent.⁵⁹ Der öffentliche Sektor hielt in 8 Prozent der Unternehmen eine wesentliche Beteiligung; damit rangiert er noch vor den Banken, die auf 6 Prozent kamen.⁶⁰ Angesichts der Tatsache,

⁵⁴Franks/Mayer machen keine genaueren Angaben zu dieser Gruppe der institutionellen Anleger; dies ist bedauerlich, da gemäß anderen Studien institutionelle Investoren in Deutschland nicht wesentlich in Erscheinung treten.

⁵⁵Vgl. Franks/Mayer (1995), S. 176-177.

⁵⁶Vgl. Franks/Mayer (1995), S. 177-178.

⁵⁷Vgl. Edwards/Nibler (1999), S. 6-8.

⁵⁸Vgl. Edwards/Nibler (1999), S. 10 (Table 1).

⁵⁹Vgl. Edwards/Nibler (1999), S. 10 (Table 1).

⁶⁰Vgl. Edwards/Nibler (1999), S. 10 (Table 1).

daß Edwards/Nibler anders als Franks/Mayer auch nicht-börsennotierte Unternehmen betrachten, erscheint es wenig verwunderlich, daß in ihrer Stichprobe Familien eine noch größere Bedeutung zukommt. Insgesamt stimmen beide Studien trotz der Abweichungen im Detail hinsichtlich der Grundaussage überein, daß der größte Teil deutscher Unternehmen über einen Aktionär mit mehr als 25 Prozent des Eigenkapitals verfügt. Beide Studien kommen auch zu dem Ergebnis, daß sich die Eigenkapitalbeteiligungen deutscher Banken in Maßen halten; nach Edwards/Nibler treten Banken eher als zweitgrößte Aktionäre und selten als dominierende Aktionäre auf; die größte Bedeutung scheint Banken in den (wenig verbreiteten) Unternehmen im Streubesitz zuzukommen, da hier neben der Wahrnehmung von Aufsichtsratsmandaten über die Depotstimmrechte der Bankkunden auch eine gewisse Bündelung der Stimmrechte in den Händen der Banken zustande kommt.⁶¹

Während Edwards/Nibler zu dem Ergebnis gelangen, daß knapp die Hälfte der von ihnen untersuchten Unternehmen auch über einen zweitgrößten Eigenkapitalgeber verfügen, stellen Becht/Boehmer (1999) fest, daß die überwiegende Mehrheit der von ihnen betrachteten 430 amtlich notierten Gesellschaften nur über einen Blockholder verfügt.⁶² Die Studie von Becht/Boehmer, die aus dem europäischen Projekt ‚European Corporate Governance Network‘ hervorging, verdient aus zwei Gründen besondere Beachtung. Zum einen umfaßt die Studie mit 430 Aktiengesellschaften einen großen Teil der an deutschen Börsen gehandelten Unternehmen, zum anderen erfolgte die Erhebung von Becht/Boehmer im Anschluß an die Umsetzung des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) im Jahre 1995. Das heißt, für diese Studie konnte erstmals auf Daten zur Stimmrechtsverteilung zurückgegriffen werden, die seit Beginn des Jahres 1995 gemäß §§ 21, 22 und 41 WpHG dem Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe)⁶³ übermittelt werden mußten. Die Studie von Becht/Boehmer erfaßt grundsätzlich Daten des

⁶¹Vgl. Edwards/Nibler (1999), S. 2, S. 10-12; Franks/Mayer (1995), S. 176; vgl. hierzu auch Baums/Fraune (1995).

⁶²Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 78 (Table 31).

⁶³Die Bundesaufsichtsämter für den Wertpapierhandel (BAWe), das Kreditwesen (BAKred) sowie das Versicherungswesen (BAV) sind am 1. Mai 2002 in der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) aufgegangen.

Jahres 1996, die ergänzt werden durch Angaben aus den Jahren 1995 und 1997.⁶⁴ Zu der Grundaussage, daß nahezu 85 Prozent der in Deutschland börsennotierten Aktiengesellschaften von einem Aktionär, der mehr als 25 Prozent der Stimmrechte kontrolliert, dominiert werden, gelangen auch Becht/Boehmer.⁶⁵ Ihre Ergebnisse zu den verschiedenen Gruppen von Investoren stimmen hingegen nicht überein beziehungsweise sind aufgrund des bei 5 Prozent festgelegten Schnitts mit den zuvor betrachteten Studien nur eingeschränkt vergleichbar. Aufgrund der wesentlich breiteren Datenbasis und des zeitnahen Erhebungszeitraums dürften die Zahlen von Becht/Boehmer der gegenwärtigen Situation jedoch am nächsten kommen. Nach ihrer Erhebung halten natürliche Personen beziehungsweise Familien 27 Prozent der beobachteten Eigenkapitalblöcke;⁶⁶ es folgen Industrieunternehmen mit 25 Prozent, wobei deren Beteiligungen mit durchschnittlich 61 Prozent der Stimmrechte deutlich größer ausfallen als bei den Einzelpersonen und Familien, die nach dieser Studie über durchschnittlich knapp 28 Prozent der Stimmrechte verfügen.⁶⁷ Auf den Plätzen drei bis fünf folgen Banken mit 15 Prozent der Eigenkapitalblöcke, Versicherungen (9 Prozent) und Holding-Gesellschaften (8 Prozent).⁶⁸ Banken rangieren bei Becht/Boehmer weiter vorne, da diese – wie auch Versicherungen – typischerweise über mehrere, aber selten übermäßig große Eigenkapitalbeteiligungen verfügen; hierdurch waren Banken in den zuvor skizzierten Studien, die insbesondere Beteiligungen mit mehr als 25 Prozent des stimmberechtigten Eigenkapitals maßen, unterrepräsentiert. Zudem betrachteten Edwards/Nibler in ihrer Stichprobe ausschließlich Nicht-Finanzunternehmen; dies könnte die Bedeutung von Banken als Eigenkapitalgeber ebenfalls negativ beeinflussen. Warum Familien nach der Studie von Becht/Boehmer nur Stimmrechte in Höhe von durchschnittlich knapp 28 Prozent ausüben, wohingegen ihnen in früheren Studien höhere Stimmrechtsanteile beigemessen wurden, läßt sich nur vermuten. Eine Erklärung könnte sein, daß Familien in dem Zeitraum zwischen 1990 und 1995 ihre Eigenkapitalbeteiligungen zwar beibehielten, aber ihre Antei-

⁶⁴Vgl. zur Datenbasis Becht/Boehmer (1999), S. 29-30.

⁶⁵Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 77 (Table 30).

⁶⁶Gemessen wurden Eigenkapitalbeteiligungen, die größer/gleich 5 Prozent waren.

⁶⁷Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 81 (Table 34).

⁶⁸Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 81 (Table 34).

le in der Höhe zurückzuführen, indem sie zum Beispiel an Kapitalerhöhungen nicht teilnahmen.⁶⁹ Im Vergleich zu der Studie von Edwards/Nibler spielt erneut eine Rolle, daß Edwards/Nibler auch nicht-börsennotierte (Familien-)Gesellschaften betrachten, in denen Gründerfamilien in der Regel noch wesentlich stärker vertreten sind als nach einer Börseneinführung, die bei Familiengesellschaften in erster Linie der externen Kapitalbeschaffung dient und immer von der Angst begleitet wird, an Einfluß auf die Geschäftspolitik zu verlieren.⁷⁰ Becht/Boehmer betrachten in ihrer Stichprobe hingegen nur börsennotierte Gesellschaften, in denen der Familieneinfluß ausgehend von der Gründungssituation zumeist bereits reduziert wurde.

Auch wenn die an dieser Stelle wiedergegebenen Durchschnittswerte bei den Stimmrechtsanteilen es nur andeuten, muß man ausgehend von den Grunddaten zu dem Ergebnis gelangen, daß die Höhen der jeweiligen Beteiligungen von den großen Eigenkapitalgebern mit Bedacht gewählt werden. In der Stichprobe von Becht/Boehmer ist eindeutig eine Häufung bei den gesellschaftsrechtlich bedeutsamen Eigenkapitalanteilen in Höhe von (knapp über) 10 Prozent,⁷¹ 25 Prozent,⁷² 50 Prozent⁷³ und 75 Prozent⁷⁴ festzustellen.⁷⁵ Demnach erscheint es gerechtfertigt, davon auszugehen, daß große Eigenkapitalgeber mit ihrem Engagement in deutschen Aktiengesellschaften Kontrollinteressen verfolgen.

⁶⁹Vgl. hierzu Köke (2001), S. 277-278.

⁷⁰Vgl. hierzu beispielsweise Hennerkes (1998); May (1992).

⁷¹Eine qualifizierte Minderheit, die 10 Prozent des Grundkapitals hält, kann z.B. durchsetzen, daß über die Entlastung eines einzelnen Vorstandsmitglieds gesondert abgestimmt wird (vgl. § 120 AktG). Becht/Boehmer sprechen in diesem Zusammenhang von „individual anti-director rights“. Becht/Boehmer (1999), S. 85 (Figure 4).

⁷²Eine 25-Prozent-Mehrheit bezeichnet man auch als Sperrminorität, da Beschlüsse, die zwingend einer 75-Prozent-Mehrheit bedürfen, von einer 25-Prozent-Mehrheit blockiert werden können.

⁷³Grundsätzlich werden alle laufenden Entscheidungen der Hauptversammlung mit einfacher (50-Prozent-)Mehrheit gefaßt (vgl. § 133 AktG).

⁷⁴Eine qualifizierte Mehrheit von 75 Prozent der abgegebenen Stimmen ist z.B. erforderlich für die Abberufung eines Aufsichtsratsmitglieds, das ohne Bindung an Wahlvorschläge gewählt wurde (vgl. § 103 Abs. 1 AktG). Eine qualifizierte Mehrheit von 75 Prozent des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals ist z.B. vorgesehen für Satzungsänderungen, Kapitalherabsetzungen oder Kapitalerhöhungen. Vgl. eine abschließende Auflistung bei May (1992), S. 190-191.

⁷⁵Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 85 (Figure 4), S. 86 (Figure 5), S. 87 (Figure 6); vgl. auch Köke (2001), S. 270, der zu ähnlichen Ergebnissen kommt.

In der Regel wird nach Becht/Boehmer – wie bereits erwähnt – die Mehrheit der deutschen Unternehmen durch einen großen Eigenkapitalgeber kontrolliert; in lediglich 40 Prozent der Unternehmen ist mehr als ein Eigenkapitalgeber-Block zu verzeichnen.⁷⁶ Das heißt, in der Mehrheit der Unternehmen kommt es zu keinem Monitoring der dominierenden Eigenkapitalgeber durch andere wesentlich beteiligte Aktionäre.

Betrachtet man die wesentlichen Beteiligungen im Hinblick auf die dominierenden Eigenkapitalgeber selbst, stellt sich heraus, daß die überwältigende Mehrheit (85 Prozent) der Großaktionäre in nur einem Unternehmen über Beteiligungen verfügt, die eine aktive Einflußnahme auf die Geschäftspolitik ermöglichen.⁷⁷ Von dieser Regel, die in Deutschland insbesondere auf Familien zutrifft,⁷⁸ gibt es jedoch prominente Ausnahmen vor allem bei den Unternehmen. Im Betrachtungszeitraum hielt beispielsweise die Deutsche Bank AG in nicht weniger als 27 amtlich notierten Aktiengesellschaften eine Eigenkapitalbeteiligung in Höhe von mindestens 5 Prozent. In dieser Rangliste folgten die Allianz AG Holding mit 25 Beteiligungen, die VIAG AG, die Dresdner Bank AG sowie die Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG mit jeweils 14 Beteiligungen und die RWE AG mit 10 Beteiligungen.⁷⁹ Grundsätzlich gilt auch in diesem Bereich, daß Banken und Versicherungen durchschnittlich kleinere Beteiligungspakete halten als Industrieunternehmen.

Die vorangegangene Darstellung hat gezeigt, daß bezüglich der grundsätzlichen Feststellung, daß Concentrated Ownership in deutschen Aktiengesellschaften vorherrscht, weitgehende Einigkeit besteht. Studien, die sich hingegen mit den Auswirkungen dieses Charakteristikums auf die wirtschaftliche Entwicklung deutscher Aktiengesellschaften befassen, generieren unterschiedliche, zum Teil divergierende Ergebnisse, die sehr stark abhängen von dem verwendeten Datensatz, von dem Zeitraum der Betrachtung sowie der gewählten Methode. Die entspre-

⁷⁶Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 78 (Table 31); vgl. auch La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1999), S. 504 (Table VII), S. 505.

⁷⁷Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 80 (Table 33).

⁷⁸Vgl. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1999), S. 501 (Table V).

⁷⁹Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 79 (Table 32).

chenden Analysen werden daher an dieser Stelle nicht aufgegriffen,⁸⁰ vielmehr sollen mangels eindeutiger empirischer Ergebnisse die Vor- und Nachteile von Concentrated Ownership im nachfolgenden Abschnitt aus finanzierungstheoretischer Sicht diskutiert werden.

4.3.2 Concentrated Ownership aus theoretischer Sicht

La Porta et al. stellen grundsätzlich fest: „Countries with better antidirector rights ... have a statistically significantly lower concentration of ownership“.⁸¹ Diese Aussage legt nahe, daß Concentrated Ownership zumindest in vergleichbarer Form wie Antidirector Rights,⁸² die dem Schutz der Aktionäre im Verhältnis zu den Vorständen dienen, auf die Manager-Eigner-Beziehung einwirkt. Durch große Eigenkapitalgeber kann zum Beispiel die Free-Riding-Problematik reduziert werden, die zu einem ungenügenden Monitoring des Managements von Publikums-Aktiengesellschaften führt.⁸³ Im Unterschied zu Kleinaktionären haben dominante Eigenkapitalgeber nicht nur ein Interesse daran, Investitions-, Finanzierungs- und Ausschüttungsentscheidungen in ihrem Sinne zu beeinflussen, sondern sie verfügen auch über den Einfluß und letztlich die Stimmrechte, um ihre entsprechenden Positionen deutlich zu vertreten. Weiterhin sind die Informations- und Koordinationskosten bei Großaktionären nicht prohibitiv hoch, so daß sie sich intensiv um Unternehmensinformationen bemühen und diese auch nutzen können.

Zu einem idealtypischen Monitoring des Managers durch den Großaktionär – Barclay/Holderness sprechen in diesem Zusammenhang von den „shared benefits of control“⁸⁴ – wird es jedoch nicht oder nur eingeschränkt kommen, wenn der dominierende Großaktionär selbst im Management vertreten ist. Hiervon muß

⁸⁰Einen knappen Überblick geben z.B. Boehmer (1999), S. 10-12 sowie Pellens/Hillebrandt (2001), S. 65.

⁸¹La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1998), S. 1150.

⁸²Unter Antidirector Rights verstehen die Autoren rechtliche Regelungen, die Aktionären gewisse Freiheiten bei der Ausübung ihres Stimmrechtes gewähren (Ausübung des Stimmrechtes brieflich möglich, keine Vorschriften zur Verwahrung der Aktien unmittelbar vor einer Hauptversammlung) sowie rechtliche Regelungen, die Minderheiten Klagerechte gegenüber dem Management einräumen. Vgl. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1998), S. 1127-1128.

⁸³Vgl. Allen/Gale (1995), S. 204; Shleifer/Vishny (1986); Shleifer/Vishny (1997), S. 753-755.

⁸⁴Barclay/Holderness (1992), S. 268-269.

man beispielsweise bei Familiengesellschaften in der Regel ausgehen.⁸⁵ In diesen Fällen tritt ein Problem, das grundsätzlich immer mit Concentrated Ownership verbunden ist, stärker in den Vordergrund: Die mögliche Übervorteilung von Kleinaktionären durch den dominierenden Eigenkapitalgeber, der hieraus „private benefits of control“⁸⁶ zieht.⁸⁷ Ein Beispiel für eine solche Bereicherung zu Lasten von Kleinaktionären stellt der gezielte Aktienrückkauf von einem einzelnen Großaktionär zu einem überhöhten Rückkaufpreis dar. Vorstellbar wäre auch eine Transferierung von Gewinnen einer börsennotierten Aktiengesellschaft mit Kleinaktionären an eine Gesellschaft, die dem dominierenden Eigenkapitalgeber der Aktiengesellschaft vollständig gehört. Die Beispiele zeigen, daß, während die Agency-Problematik in der Beziehung zwischen Vorstand und Aktionären durch Concentrated Ownership unter Umständen abgeschwächt wird, sich die Agency-Probleme in der Beziehung zwischen verschiedenen Aktionärsgruppen mit divergierenden Interessen verschärfen können. Im Extremfall würden sich die potentiell schutzlosen Kleinaktionäre vom Markt zurückziehen oder den Markt erst gar nicht betreten. Beobachtungen, wonach Länder wie Italien, Frankreich und Deutschland, in denen permanent dominierende Eigenkapitalgeber weit verbreitet sind, nur über vergleichsweise kleine Eigenkapitalmärkte verfügen, könnten auf diesen Zusammenhang zurückzuführen sein.⁸⁸

Auf seiten des kontrollierenden Eigenkapitalgebers fallen Kosten vor allem in Form von nicht genutzten Diversifikationsmöglichkeiten an.⁸⁹ Aufgrund der hohen Bindung von Vermögen in einem einzelnen Unternehmen ist es beispielsweise bedeutenden Familienaktionären selten möglich, ein breit diversifiziertes Portfolio zu halten. Sie tragen damit auch ein erhebliches unsystematisches Risiko, das bei entsprechender Diversifikation reduziert werden könnte. In Anlehnung an Barclay/Holderness (1992) könnte man in diesem Zusammenhang von Private Costs of Control sprechen.

⁸⁵Vgl. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1999), S. 501 (Table V).

⁸⁶Barclay/Holderness (1992), S. 268-269.

⁸⁷Vgl. Shleifer/Vishny (1997), S. 758-761.

⁸⁸Vgl. Shleifer/Vishny (1997), S. 760.

⁸⁹Vgl. Berglöf (1997), S. 96, S. 113; Shleifer/Vishny (1997), S. 758.

Als Shared Costs of Control könnte man die durch Concentrated Ownership sinkende Liquidität eines Marktes bezeichnen. Becht hat beispielsweise in bezug auf den deutschen Aktienmarkt nachgewiesen, daß zwischen der Anzahl von Eigenkapitalanteilen, die in Blöcken gehalten werden, und der Liquidität eines Marktes ein negativer Zusammenhang besteht.⁹⁰ Er kommt daher zu dem Ergebnis: „... blocks absorb liquidity“.⁹¹ Durch die verminderte Liquidität auf einem Markt beziehungsweise einer einzelnen Aktie im mehrheitlichen Besitz eines Eigenkapitalgebers werden auch feindliche Übernahmen erheblich erschwert.⁹² Das folgende Zitat impliziert dies und ergänzt noch einen weiteren Aspekt mit Bezug auf kontrollorientierte Insider-Systeme: „The market for corporate control operates outside the public exchanges in the form of trades in large blocks“.⁹³ Das heißt, während man Übernahmen beziehungsweise den Handel von großen Eigenkapitalpositionen im Einverständnis mit dem dominierenden Eigenkapitalgeber durchaus beobachtet, sind feindliche Übernahmen angesichts von Concentrated Ownership eher selten. Diese Beobachtung scheint insbesondere auf den deutschen Finanzmarkt zuzutreffen, auf dem seit Ende des Zweiten Weltkriegs nur eine geringe Zahl an dokumentierten feindlichen Übernahmeversuchen stattfand. Einige der seltenen Ausnahmen bilden die gescheiterten Versuche einer Übernahme der Feldmühle Nobel AG durch die Brüder Flick im Jahre 1988 und später durch die VEBA AG im Jahre 1989, das ebenfalls nicht erfolgreiche feindliche Übernahmeangebot von Pirelli SpA für die Continental AG im Jahre 1990/1991 sowie das feindliche Übernahmeangebot von Krupp für Hoesch, das im Jahre 1992 zu einer Fusion der beiden Gesellschaften zur Friedr. Krupp AG Hoesch-Krupp führte.⁹⁴ Entscheidend dafür, daß in diesen Fällen der Versuch einer feindlichen Übernahme überhaupt unternommen wurde, scheint die Tatsache, daß die Übernahmeobjekte in der Ausgangslage jeweils nicht über Mehrheitsaktionäre verfügten, die mehr als 25 Prozent der Stimmrechte kontrollierten, wie dies auf dem deut-

⁹⁰Vgl. Becht (1999); Berglöf (1997), S. 96.

⁹¹Becht (1999), S. 1077.

⁹²Vgl. Allen/Gale (1995), S. 203-204; Franks/Mayer (1995), S. 187-188; Shleifer/Vishny (1997), S. 770.

⁹³Berglöf (1997), S. 96.

⁹⁴Vgl. Franks/Mayer (1998), S. 1388-1390, S. 1393-1395, S. 1390-1392.

schen Kapitalmarkt ansonsten üblich ist.⁹⁵ In der jüngsten Vergangenheit sind vor allem die geplante feindliche Übernahme der Thyssen AG durch die Friedr. Krupp AG Hoesch-Krupp im März 1997⁹⁶ sowie die vollendete Übernahme der Mannesmann AG durch Vodafone AirTouch plc im Jahre 1999/2000⁹⁷ zu nennen. Typischerweise werden diese seltenen Ereignisse von der politischen Führung in Deutschland sehr kritisch kommentiert. Oft wird sogar demonstrativ gegen eine feindliche Übernahme Stellung bezogen.⁹⁸ Entsprechend kam es beispielsweise im Falle Thyssen schließlich doch zu einer Fusion und nicht zu der von Hoesch-Krupp initiierten feindlichen Übernahme.⁹⁹ Folgt man der theoretischen Argumentation von Bolton/von Thadden (1998) dürften feindliche Übernahmen auf einem Markt, der von Großaktionären dominiert wird, im Grunde auch nicht erforderlich sein. Ihrer Auffassung nach stellt Concentrated Ownership vielmehr ein Substitut für feindliche Übernahmen dar.¹⁰⁰

Schließlich kann Concentrated Ownership zu einer Herabsetzung der Transparenz führen.¹⁰¹ Hiervon ist insbesondere auszugehen, wenn dominierende Eigenkapitalgeber auf wechselseitige Beteiligungen oder Pyramiden zurückgreifen, um ihrer mangelnden Diversifikation entgegenzuwirken oder höhere Kontrollrechte auszuüben, als ihre Eigenkapitalbeteiligung grundsätzlich zuließe. Der Einsatz solcher Instrumente wirkt sich nicht nur negativ auf Transparenz aus und erschwert damit nicht zuletzt eine eindeutige Messung von Concentrated Ownership. Auch der oben skizzierte Interessenkonflikt zwischen Kleinaktionären und dominie-

⁹⁵Vgl. Franks/Mayer (1995), S. 188.

⁹⁶Vgl. o.V. (1997), Krupp/Thyssen, in: Handelsblatt vom 19.03.1997, Nr. 055, S. 11.

⁹⁷Vgl. o.V. (2000), Viele Fragen sind noch offen, in: Handelsblatt vom 04.02.2000, Nr. 025, S. 26.

⁹⁸Vor dem Hintergrund des Übernahmekampfes um die Mannesmann AG ist aufgrund des Widerstandes des deutschen Kanzlers im Juli 2001 die geplante Verabschiedung eines EU-Übernahmegesetzes gescheitert. Die Regierung hat durch die anschließende, im November 2001 erfolgte Verabschiedung eines deutschen Übernahmegesetzes in dieser Angelegenheit einen eigenen Weg eingeschlagen. Dieser sieht u.a. vor, daß sich Vorstände für den Fall eines feindlichen Übernahmeangebots z.B. Kapitalerhöhungen von der Hauptversammlung auf Vorrat genehmigen lassen können. Für andere Abwehrmaßnahmen, z.B. die Suche nach einem anderen potentiellen Bieter, genügt sogar die Zustimmung des Aufsichtsrats. Vgl. z.B. o.V. (2001), Übernahmegesetz gibt Vorständen mehr Abwehrrechte, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 17.11.2001, Nr. 268, S. 13; Pöttsch (2002).

⁹⁹Vgl. o.V. (1998), Ruhrfusion, in: Handelsblatt vom 14.09.1998, Nr. 176, S. 14.

¹⁰⁰Vgl. Bolton/von Thadden (1998).

¹⁰¹Zur Bedeutung von Transparenz vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 1-5.

renden Großaktionären wird durch die Nutzung solcher Mechanismen potentiell verschärft. Zu diesen Mechanismen sind grundsätzlich auch stimmrechtslose Vorzugsaktien, Mehrfachstimmrechte, Stimmrechtsbegrenzungen sowie Depotstimmrechte zu zählen, die ebenfalls zu einem Auseinanderfallen von Eigentumsrechten und Kontrollrechten führen und damit eine Abweichung von dem Prinzip ‚One Share – One Vote‘ darstellen. Becht/Boehmer sprechen zusammenfassend von „Legal devices to leverage control relative to ownership ...“.¹⁰²

Im Hinblick auf die weitere Analyse innerhalb dieses Kapitels soll in einem folgenden Abschnitt knapp auf die jeweilige Bedeutung der genannten Mechanismen für den deutschen Kapitalmarkt und für die betrachtete Fragestellung eingegangen werden.

4.3.3 Abweichungen von dem Prinzip ‚One Share – One Vote‘ in Deutschland

Ein erstes Instrument, das zu einem Auseinanderfallen von Eigentumsrechten und Kontrollrechten führt, stellen stimmrechtslose Vorzugsaktien dar. Diese wurden typischerweise eingesetzt, um externe Eigenkapitalgeber zu gewinnen beziehungsweise um den für eine Aufnahme in bestimmte Indizes erforderlichen Umsatz in Aktien des eigenen Unternehmens zu erreichen, ohne bestehende Stimmrechtsmehrheiten zu gefährden.¹⁰³ Die Erläuterung legt bereits nahe, daß Vorzugsaktien insbesondere für Familien-Aktiengesellschaften ein interessantes Gestaltungsinstrument darstellen. Und tatsächlich trug Anfang der achtziger Jahre des 20. Jahrhunderts vor allem die Emission von Vorzugsaktien durch die familien-dominierten Gesellschaften Henkel KGaA, Porsche AG und Wella AG wesentlich zur Popularität dieser Aktiengattung bei.¹⁰⁴

Im Zusammenhang mit Aktienrückkäufen wurde die Frage diskutiert, ob ein Ausschluß der Inhaber von stimmrechtslosen Vorzugsaktien im Rahmen von Rückkaufangeboten beziehungsweise der ausschließliche Rückkauf von eigenen

¹⁰²Becht/Boehmer (1999), S. 55 (Table 9).

¹⁰³Vgl. Becht (1999), S. 1079; May (1992), S. 217-230.

¹⁰⁴Vgl. Schürmann/Körfggen (1987), S. 169-170.

Vorzugsaktien zulässig sei. Hiervon ist auszugehen, da stimmrechtslose Vorzugsaktien einen klaren Gattungsunterschied gegenüber Stammaktien begründen und daher eine unterschiedliche Behandlung zulässig ist.¹⁰⁵

Im übrigen haben in jüngster Zeit zahlreiche Aktiengesellschaften ihre Vorzugsaktien eingezogen, umgetauscht oder zurückgekauft beziehungsweise planen ein entsprechendes Vorgehen.¹⁰⁶ Die Bedeutung von Vorzugsaktien ist damit deutlich gesunken,¹⁰⁷ wenn sie auch insbesondere in Familien-Aktiengesellschaften weiterhin Verwendung finden werden. Aktueller Anlaß für die Rückführung von Vorzugsaktien dürfte eine seit Juni 2002 für die Indizes der Deutschen Börse geltende Regelung sein, die vorsieht, daß bei der Auswahl von Werten für einen bestimmten Index jede Aktiengattung eines Unternehmens einzeln berücksichtigt wird. Das heißt, insbesondere die Kriterien für die Marktkapitalisierung beziehungsweise den Free Float müssen fortan von jeder einzelnen Aktiengattung erfüllt werden, damit es zu einer Aufnahme der entsprechenden Aktie in einen Index kommt.¹⁰⁸ Hierdurch verliert die Vorzugsaktie deutlich an Attraktivität.

Mehrfachstimmrechte und Stimmrechtsbegrenzungen, die ebenso wie stimmrechtslose Vorzugsaktien eine Abweichung von dem Grundsatz der Proportionalität von Kapitalbeteiligung und Stimmkraft implizieren, sind seit Erlaß des KonTraG im Jahre 1998 verboten, wobei die zweijährige Übergangsfrist zur Abschaffung von Stimmrechtsbegrenzungen beziehungsweise Höchststimmrechten in börsennotierten Aktiengesellschaften bereits abgelaufen ist.¹⁰⁹ Im Falle von Mehrfachstimmrechten, die beispielsweise auf Hauptversammlungen von RWE oder Siemens ausgeübt wurden,¹¹⁰ besteht eine fünfjährige Übergangsfrist,¹¹¹ so daß spätestens ab Mai 2003 beide Maßnahmen auf dem deutschen Kapitalmarkt kei-

¹⁰⁵Vgl. May (1992), S. 213-214.

¹⁰⁶Dies gilt z.B. für die Deutsche Babcock, FAG Kugelfischer, Fielmann, Gerry Weber, GfK, Grohe, Herlitz, Kölnische Rück, Lion Bioscience, Lufthansa, Metro, MLP, Puma, Sixt und RWE. Vgl. Hillebrandt/Schremper (2001), S. 533, FN 1; Pellens/Hillebrandt (2001), S. 57, FN 1.

¹⁰⁷In diese Richtung weisen auch die Ergebnisse von La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer. Vgl. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1999), S. 499 (Table IV).

¹⁰⁸Vgl. Pellens/Hillebrandt (2001), S. 66.

¹⁰⁹Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 55 (Table 9), sowie § 134 Abs. 1 S. 2 AktG.

¹¹⁰Vgl. Becht (1999), S. 1079; Gorton/Schmid (2000), S. 36.

¹¹¹Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 55 (Table 9), sowie § 12 Abs. 2 AktG.

nerlei Rolle mehr spielen und in der vorliegenden Analyse vernachlässigt werden können.

Depotstimmrechte spielen in Deutschland hingegen eine große Rolle, da die überwiegende Mehrheit der Kleinaktionäre ihr Stimmrecht auf die jeweiligen Depotbanken überträgt.¹¹² Dadurch ist kaum festzustellen, wem auf Hauptversammlungen vertretene Aktien gehören und wer die Stimmrechte kontrolliert. Dies beeinträchtigt zwangsläufig die Transparenz. Depotstimmrechte sollen in dieser Arbeit dennoch nur am Rande beleuchtet werden, da sich bereits zahlreiche Autoren eingehend mit dem Phänomen der Depotstimmrechte in Deutschland beschäftigt haben¹¹³ und ein Zusammenhang zu Aktienrückkäufen nur insofern besteht, als Hauptversammlungen und damit – in Unternehmen im Streubesitz – vor allem Depotbanken einem Aktienrückkauf zustimmen müssen.

Von größerer Bedeutung für die Verwirklichung von Concentrated Ownership dürften Pyramiden sein. Eine Unternehmensstruktur wird als Pyramide bezeichnet, sofern zwischen dem Eigner einer Unternehmung und der betrachteten Unternehmung zumindest eine weitere Unternehmung geschaltet ist.¹¹⁴ Ist die zwischengeschaltete Gesellschaft aufgrund ihrer Rechtsform nicht publizitätspflichtig oder nur beschränkt publizitätspflichtig, kann hierdurch die Transparenz erheblich beeinträchtigt werden. Diese Intransparenz der Pyramiden könnte unter anderem dafür verantwortlich sein, daß Becht von einer eher geringen Verbreitung solcher Unternehmensstrukturen in Deutschland ausgeht, während La Porta et al. zu dem Ergebnis kommen, daß Pyramiden auf dem deutschen Kapitalmarkt von großer Bedeutung sind.¹¹⁵ In den folgenden Abschnitten finden Pyramiden eine gewisse implizite Berücksichtigung. Die größte Aufmerksamkeit soll jedoch Beteiligungen und wechselseitigen Beteiligungen zukommen. Denn sie werden auf dem deutschen Kapitalmarkt in erheblichem Maße genutzt,¹¹⁶ und entsprechende Beteiligungen

¹¹²Vgl. z.B. Baums/Fraune (1995).

¹¹³Vgl. z.B. Baums/Fraune (1995); Baums/von Randow (1995); Edwards/Fischer (1994); Edwards/Nibler (1999).

¹¹⁴Vgl. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1999), S. 477, S. 499 (Table IV), S. 500.

¹¹⁵Vgl. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1999), S. 477, S. 499 (Table IV), S. 500; Becht (1999), S. 1079.

¹¹⁶Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 55 (Table 9); La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1999),

stehen in engem Zusammenhang zu Aktienrückkäufen. Aktienrückkäufe könnten insbesondere dazu verwendet werden, Beteiligungen auf- oder abzubauen.

4.4 Die Nutzung des Instruments ‚Aktienrückkauf‘ im deutschen Finanzsystem

4.4.1 Einleitende Bemerkungen

Das deutsche Corporate-Governance-System ist – wie oben eingehend dargestellt wurde – geprägt von dominierenden Aktionären, die große Eigenkapitalblöcke halten. Diese Eigenkapitalgeber entstammen dem Unternehmens- und dem Finanzsektor, aber auch Familien treten in Deutschland nach wie vor in entsprechender Funktion in Erscheinung. Im folgenden soll analysiert werden, wie der Aktienrückkauf innerhalb dieses spezifischen Corporate-Governance-Systems eingesetzt werden kann und eingesetzt wird.

Vor dem Hintergrund der Ausführungen in Kapitel 2 werden im Kern der nachfolgenden Untersuchung drei unterschiedliche Nutzungsmöglichkeiten geprüft. Zum ersten könnte der Aktienrückkauf einer Ausschüttung überschüssiger Liquidität an alle veräußerungsbereiten Anleger dienen. In der Tendenz wird eine solche Liquiditätsausschüttung im Interesse der Kleinaktionäre beziehungsweise der Outsider liegen. Zum zweiten wäre es denkbar, daß eine gezielte Liquiditätsausschüttung an einzelne Aktionäre erfolgt. Solche Rückkäufe bergen – wie die historische Betrachtung gezeigt hat – gewisse Risiken, könnten jedoch auch dazu eingesetzt werden, einen Abbau der bislang in Deutschland vorherrschenden Concentrated Ownership einzuleiten und umzusetzen. Die Wirkung auf außenstehende Kleinaktionäre ist bei dieser zweiten Nutzungsmöglichkeit unklar, eine Gefährdung ihrer Position denkbar. Zum dritten könnte der Aktienrückkauf innerhalb des deutschen Corporate-Governance-Systems dem Aufbau eines Bestandes an eigenen Aktien dienen, die im Zuge von Übernahmen und Fusionen als Akquisitionswährung oder in geringerem Umfang für die Bedienung von Aktienoptions-

S. 499 (Table IV), S. 500.

programmen eingesetzt werden. Die Liquiditätsausschüttung wäre in diesem Fall lediglich ein Nebeneffekt. Die Liberalisierung des Aktienrückkaufs hätte in diesem abschließend zu diskutierenden Fall primär zu einer Erweiterung der Handlungsmöglichkeiten von Insidern geführt; die eigenen Aktien könnten zum Auf- und Ausbau der für den deutschen Unternehmenssektor typischen Verflechtungen und Beteiligungen genutzt werden.

Im folgenden Abschnitt sollen zunächst die aktuellen gesetzlichen Regelungen zum Aktienrückkauf in Deutschland dargestellt beziehungsweise die rechtliche Zulässigkeit der soeben skizzierten drei Möglichkeiten überprüft werden. Anschließend wird die ökonomische Plausibilität der aufgezeigten Einsatzmöglichkeiten von Aktienrückkäufen innerhalb des deutschen Systems analysiert. Hierbei wird vor dem Hintergrund von drei Unternehmenstypen argumentiert: In dem Unternehmenstyp 1 stellen natürliche Personen beziehungsweise Familien den Großaktionär; Unternehmenstyp 2 ist dadurch charakterisiert, daß ein anderes Unternehmen als Großaktionär auftritt; als Unternehmenstyp 3 betrachten wir Unternehmen im Streubesitz. Schließlich wird die finanzierungstheoretische Argumentation anhand der Ergebnisse einer deskriptiven Untersuchung überprüft. Deutschlandspezifische Besonderheiten in der Nutzung des Instruments ‚Aktienrückkauf‘ können auf diese Weise aufgezeigt werden.

4.4.2 Die aktuellen gesetzlichen Regelungen zum Aktienrückkauf

4.4.2.1 Die Umsetzung der Zweiten EG-Richtlinie von 1976 im Jahre 1978

Eine größere formale Umstrukturierung und inhaltliche Veränderung der Vorschriften zum Erwerb eigener Aktien nach 1931 beinhaltetete erst die Novelle von 1978, mit der der deutsche Gesetzgeber die Zweite EG-Richtlinie zur Vereinheitlichung des Gesellschaftsrechts vom 13.12.1976 umsetzte.¹¹⁷ Die hiermit festgeschriebene Rechtslage, die im folgenden skizziert wird, hatte bis 1998 in der dar-

¹¹⁷Vgl. Lutter (1988), S. 882.

gestellten Form Bestand und wurde 1998 in einem wesentlichen Punkt ergänzt.

In § 71 des deutschen Aktiengesetzes wurde im Jahre 1978 ein grundsätzliches Verbot des Erwerbs eigener Aktien als Regelfall aufgenommen, wobei sieben teils begrenzte, teils unbegrenzte Ausnahmefälle enumerativ angeführt wurden. Bei den ausdrücklichen Ausnahmen von dem Erwerbsverbot handelt es sich um folgende Fälle:

1. Erwerb zur Abwendung eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens (§ 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG).
2. Erwerb zum Zwecke eines Angebots an die Arbeitnehmer der Gesellschaft (§ 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG).
3. Erwerb zum Zwecke der Abfindung von Aktionären (§ 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG).
4. Unentgeltlicher Erwerb von Aktien und Erwerb in Ausführung einer Einkaufskommission (§ 71 Abs. 1 Nr. 4 AktG).
5. Erwerb durch Gesamtrechtsnachfolge (§ 71 Abs. 1 Nr. 5 AktG).
6. Erwerb zum Zwecke der Einziehung (§ 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG).
7. Erwerb zum Zwecke des Wertpapierhandels durch ein Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut oder Finanzunternehmen (§ 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG).

Als begrenzte Ausnahmen von dem Erwerbsverbot werden Nr. 1, 2, 3 und 7 bezeichnet, da die zu diesen Zwecken erworbenen Aktien zusammen mit anderen eigenen Aktien, die die Gesellschaft zu einem früheren Zeitpunkt bereits erworben und noch im Besitz hat, nicht mehr als 10 Prozent des Grundkapitals ausmachen dürfen.¹¹⁸ Weiterhin ist der Erwerb in den genannten Fällen nur dann zulässig, wenn die gesetzlich vorgeschriebene Rücklage für eigene Anteile aus Rücklagen

¹¹⁸Vgl. § 71 Abs. 2 S. 1 AktG.

gebildet werden kann, die zur Ausschüttung an die Aktionäre verwandt werden dürften.¹¹⁹

Bei Nr. 4, 5 und 6 handelt es sich um unbegrenzte Ausnahmen; in diesen drei Fällen des unentgeltlichen Erwerbs beziehungsweise des Erwerbs in Ausführung einer Einkaufskommission, des Erwerbs durch Gesamtrechtsnachfolge sowie des Erwerbs zum Zwecke der Einziehung gilt die Obergrenze von 10 Prozent nicht.

Weiterhin legt der Gesetzgeber fest, daß ein Erwerb in den Fällen Nr. 1, 2, 4 und 7 nur dann zulässig ist, wenn der Ausgabebetrag auf die Aktien voll geleistet ist.¹²⁰ In den Fällen Nr. 3, 5 und 6 ist dies nicht zwingend erforderlich.

§ 71 a AktG bestimmt, daß auch Umgehungsgeschäfte verboten sind. Das sind Geschäfte, mit denen die Aktiengesellschaft eigene Aktien über einen Dritten zurückkauft oder einem Dritten den Erwerb ihrer Aktien ermöglicht.¹²¹ Mit Bezug auf den zuletzt genannten Fall wäre zum Beispiel die Gewährung eines Vorschusses oder eines Darlehens unzulässig.¹²² § 71 d AktG weitet das Verbot auf den Erwerb eigener Aktien durch Dritte für Rechnung der Gesellschaft sowie auf den Erwerb durch ein abhängiges oder im Mehrheitsbesitz der Gesellschaft stehendes Unternehmen aus. Diese Vorschrift hat einschneidende Auswirkungen auf wechselseitige Beteiligungen bei Vorliegen einer Beherrschung oder Mehrheitsbeteiligung.¹²³ Ferner ist eine Inpfandnahme eigener Aktien gemäß § 71 e AktG verboten.

Einen wesentlichen Aspekt – nicht zuletzt vor dem Hintergrund der mißbräuch-

¹¹⁹Vgl. § 71 Abs. 2 S. 2 AktG.

¹²⁰Vgl. § 71 Abs. 2 S. 3 AktG.

¹²¹Vgl. Hüffer (2002), S. 343-345.

¹²²Vgl. Hüffer (2002), S. 343-345.

¹²³Eine abhängige Gesellschaft darf Aktien der herrschenden Gesellschaft gemäß § 71 d AktG nur dann erwerben oder besitzen, sofern dies der entsprechenden Gesellschaft selbst nach § 71 Abs. 1 und Abs. 2 AktG erlaubt wäre. Das abhängige Unternehmen darf demnach Anteile an der herrschenden Gesellschaft maximal bis zu einer Höhe von 10 Prozent des Grundkapitals der herrschenden Unternehmung halten; darüber hinaus gehende Beteiligungen der abhängigen an der herrschenden Gesellschaft müssen innerhalb eines Jahres abgebaut werden. Demnach kann eine qualifizierte wechselseitige Beteiligung mit einem 25-prozentigen oder höheren gegenseitigen Anteilsbesitz nach aktueller Rechtslage nicht auf Dauer bestehen. Vgl. § 71 d S. 2 i.V.m. § 71 Abs. 2 S. 1 AktG, § 71 d S. 4 i.V.m. § 71 c AktG sowie Emmerich (1998), S. 623; Emmerich/Habersack (1998), S. 41; Schmidt, K. (1995), S. 65-72; Wastl/Wagner (1997a), S. 56; Wastl/Wagner (1997b), S. 247.

lichen Nutzung um 1930/31 – regelt § 71 b AktG. Die Vorschrift besagt, daß der Gesellschaft keinerlei Rechte, das heißt, weder Stimmrechte noch Vermögensrechte, aus eigenen Aktien zustehen. Schließlich regelt § 71 c AktG die Veräußerung und Einziehung eigener Aktien im Falle eines Verstoßes gegen die soeben skizzierten Vorschriften.

4.4.2.2 Die weitere Umsetzung der Zweiten EG-Richtlinie von 1976 im Jahre 1998

Mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) vom 27. April 1998 wurde auch die gesetzliche Behandlung des Aktienrückkaufs in Deutschland zum vorerst letzten Mal modifiziert. Im wesentlichen wurde eine Nr. 8 in § 71 Abs. 1 AktG eingefügt, wonach der Erwerb eigener Aktien auch ohne Vorliegen eines besonderen Grundes erlaubt ist, sofern die Hauptversammlung der Geschäftsleitung eine höchstens 18 Monate gültige Ermächtigung hierzu ausgesprochen hat.

Der erforderliche Hauptversammlungsbeschluß muß zwei Punkte obligatorisch festlegen: den höchsten und den niedrigsten zulässigen Rückkaufpreis sowie den Anteil am Grundkapital, der zurückgekauft werden soll.¹²⁴ Zum Rückkaufpreis beziehungsweise Rückkaufkurs ist anzumerken, daß eine absolute Festlegung nicht erforderlich ist; vielmehr genügt eine relative Anbindung an den Börsenkurs.¹²⁵ Das Erwerbsvolumen darf 10 Prozent des Grundkapitals nicht überschreiten, und auch der Bestand an eigenen Aktien insgesamt muß unter 10 Prozent bleiben.¹²⁶ Es handelt sich bei dem neu geschaffenen Ausnahmefall Nr. 8 demnach um eine – in diesem Sinne – begrenzte Ausnahme. Weiterhin muß auch bei einem Aktienrückkauf gemäß Nr. 8 der Ausgabebetrag auf die zu erwerbenden Aktien voll geleistet sein.¹²⁷

Im Hauptversammlungsbeschluß können neben den beiden genannten Pflichtbe-

¹²⁴Vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG; Klingberg (1998), S. 1575.

¹²⁵Vgl. DAI (1999), S. 11; Klingberg (1998), S. 1575.

¹²⁶Vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 1 AktG sowie § 71 Abs. 2 S. 1 AktG.

¹²⁷Vgl. § 71 Abs. 2 S. 3 AktG.

standteilen fakultativ auch folgende Punkte geregelt werden¹²⁸: (a) der Zweck des Aktienrückkaufs; (b) die Notwendigkeit eines Hauptversammlungsbeschlusses für die Veräußerung eigener Aktien; (c) die Möglichkeit der Einziehung der Aktien mit oder ohne zusätzlichen Hauptversammlungsbeschuß durch den Vorstand; (d) die Erwerbs- und Veräußerungsart; (e) zeitliche und sonstige Vorgaben.

Zu Punkt (a) ist anzumerken, daß der Gesetzgeber, obwohl das Vorliegen eines besonderen Grundes nach Nr. 8 nicht erforderlich ist, den Rückkauf dahin gehend einschränkt, daß der Handel in eigenen Aktien, also der fortlaufende Kauf und Verkauf sowie der Versuch, Trading-Gewinne zu erzielen, als Zweck ausgeschlossen ist.¹²⁹ Diese Einschränkung wurde auf Vorschlag von Lutter eingefügt, der hierdurch ein spekulatives Verhalten der Vorstände auf Kosten der Aktionäre verhindern wollte.¹³⁰ Inwiefern die entsprechende Einschränkung rechtlich ausreichend bestimmt und durchsetzbar ist, wird kontrovers diskutiert.¹³¹

Die Punkte (b) und (c), die sich auf die Erfordernisse für eine Veräußerung oder Einziehung eigener Aktien beziehen, sind von entscheidender Bedeutung für die bilanzielle Behandlung der eigenen Aktien, die oben erläutert wurde. Legt die Hauptversammlung beispielsweise fest, daß eine Wiederveräußerung eigener Aktien einen entsprechenden Hauptversammlungsbeschuß erfordert, dürfen die eigenen Aktien in der Bilanz nicht aktiviert werden; sie sind nach dem Erwerb vom Eigenkapital abzusetzen. Sofern die zurückgekauften Aktien weder eingezogen werden noch ihre Wiederveräußerung an einen Hauptversammlungsbeschluss gebunden ist, müssen sie hingegen in der Bilanz aktiviert werden. Wie in den anderen Ausnahmefällen ist im Falle einer Aktivierung der eigenen Aktien eine Rücklage für eigene Anteile in Höhe des Rückkaufpreises zu bilden, wobei das Grundkapital und gesetzlich oder in der Satzung vorgeschriebene Rücklagen hierdurch nicht beeinträchtigt werden dürfen.¹³² Diese Rücklage für eigene Aktien entfaltet die Wirkung einer Ausschüttungssperre.

¹²⁸Vgl. Klingberg (1998), S. 1575.

¹²⁹Vgl. Klingberg (1998), S. 1575, FN 9; Lingemann/Wasmann (1998), S. 860.

¹³⁰Vgl. Klingberg (1998), S. 1575, FN 9; Lingemann/Wasmann (1998), S. 860.

¹³¹Vgl. Lingemann/Wasmann (1998), S. 860.

¹³²Vgl. § 71 Abs. 2 S. 2 AktG.

In bezug auf Punkt (d) beziehungsweise die uns interessierenden Nutzungsmöglichkeiten des Aktienrückkaufs kann man festhalten, daß nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG ein gezielter Paketerwerb eigener Aktien zwar nicht grundsätzlich verboten ist; der Gesetzgeber sieht ein grundsätzliches Verbot lediglich für den Erwerb zum Zwecke des Handels in eigenen Aktien vor. Doch § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 3, 4 AktG besagt: „§ 53 a [Gleichbehandlung der Aktionäre] ist auf Erwerb und Veräußerung anzuwenden. Erwerb und Veräußerung über die Börse genügen dem.“ Daraus ergibt sich, daß ein Paketerwerb von einem einzelnen Großaktionär außerhalb der Börse nicht zulässig ist. Diese Interpretation wird gestützt durch den sich anschließenden Satz 5: „Eine andere Veräußerung kann die Hauptversammlung beschließen.“ Der Gesetzgeber spricht lediglich von einer anderen Veräußerung, die die Hauptversammlung beschließen kann, nicht jedoch von einem anderen Erwerb. Demnach muß man zu dem Ergebnis kommen, daß ein Erwerb, der eine Abweichung von dem Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre implizieren würde, nicht zulässig ist.¹³³ Das heißt, Großaktionären kann ein Beteiligungspaket nicht im Zuge eines individuell vereinbarten Aktienrückkaufs außerhalb der Börse abgekauft werden.¹³⁴ Der Gesetzgeber möchte hiermit verhindern, daß Minderheitsaktionäre schlechter gestellt werden zum einen dadurch, daß sie nicht in gleicher Form die Möglichkeit erhalten, ihre Aktien an die Gesellschaft zu veräußern, und zum anderen durch die Zahlung eines eventuell überhöhten Rückkaufpreises an den vormaligen Mehrheitsaktionär und der damit verbundenen Reduktion des Gesellschaftsvermögens.¹³⁵ Mithin scheidet die oben angeführte Möglichkeit zu einem gezielten Erwerb eigener Aktien im deutschen Corporate-Governance-System aus. In anderen Ländern – beispielsweise in den

¹³³Vgl. Budde (1999), S. 669-671; Escher-Weingart/Kübler (1998), S. 547, S. 549, S. 558, S. 561; Reichert/Harbarth (2001), S. 1441. Anders Schremper (2002), S. 46.

¹³⁴Budde deutet in diesem Kontext einen Weg an, auf dem ein gezielter Aktienrückkauf dennoch abgewickelt werden könnte: Im Rahmen einer Holländischen Auktion, die nach herrschender Meinung dem Gleichbehandlungsgebot gerecht wird, könnte der Großaktionär einen Rückkaufpreis unterhalb des aktuellen Börsen- oder Marktpreises der Aktien bieten, so daß er in jedem Fall den Zuschlag bekommen müßte, da andere Aktionäre sich grundsätzlich nicht zu einem unterhalb des Börsenkurses angesiedelten Rückkaufpreis von ihren Aktien trennen werden. Vgl. Budde (1999), S. 667-668, S. 670. Eine Erklärung, aus welchem Grund ein Großaktionär hierzu bereit sein sollte, bleibt Budde jedoch schuldig.

¹³⁵Vgl. z.B. Escher-Weingart/Kübler (1998), S. 561.

USA – wird diese Möglichkeit hingegen explizit gegeben.¹³⁶

Die gezielte Veräußerung von eigenen Aktien, zum Beispiel an die Aktionäre einer Zielgesellschaft und damit eine Verwendung zum Beteiligungserwerb, ist hingegen zulässig. Die Hauptversammlung kann gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 5 AktG eine andere, von der Gleichbehandlung der Aktionäre abweichende Veräußerung vorsehen,¹³⁷ sofern die Vorschriften zum Bezugsrechtsausschluß¹³⁸ eingehalten werden. Voraussetzung für die Zulässigkeit einer gezielten Veräußerung von eigenen Aktien im Rahmen eines Beteiligungserwerbs ist demnach ein Hauptversammlungsbeschuß zum Bezugsrechtsausschluß.¹³⁹ Ein solcher Beschuß bedarf – sofern die Satzung kein höheres Mehrheitserfordernis vorschreibt – zumindest einer Mehrheit von drei Viertel des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals.¹⁴⁰

Schließlich legt der Gesetzgeber für einen Aktienrückkauf nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG eine erweiterte Berichts- beziehungsweise Offenlegungspflicht fest. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ist zu unterrichten, sobald eine Ermächtigung zum Aktienrückkauf von der Hauptversammlung erteilt wurde.¹⁴¹ Ferner ist der Vorstand verpflichtet, in der einem Aktienrückkauf folgenden Hauptversammlung über die Gründe beziehungsweise den Zweck des Erwerbs, die Zahl der zurückgekauften Aktien, den auf sie entfallenden Anteil am Grundkapital sowie den Gegenwert der eigenen Aktien zu berichten.¹⁴² Die entsprechenden Publizitätspflichten beziehungsweise eine auf ihrer Grundlage erstellte Datenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bilden den Ausgangspunkt für die unten präsentierte deskriptive Statistik zum Rückkauf eigener Aktien in Deutschland.

Abschließend bleibt festzustellen, daß der deutsche Gesetzgeber im zweiten Anlauf die Vorgaben der Zweiten EG-Richtlinie von 1976 annähernd ausgeschöpft hat. Tatsächlich sind die Möglichkeiten zum Aktienrückkauf in Deutschland durch

¹³⁶Vgl. Bradley/Wakeman (1983); Dann/DeAngelo (1983); Klein/Rosenfeld (1988).

¹³⁷Vgl. Reichert/Harbarth (2001), S. 1441.

¹³⁸§ 186 Abs. 3, 4 AktG sowie § 193 Abs. 2 Nr. 4 AktG.

¹³⁹Vgl. hierzu z.B. Böhm (1999), S. 333.

¹⁴⁰Vgl. § 186 Abs. 3 S. 2, 3 AktG.

¹⁴¹Vgl. § 71 Abs. 3 S. 3 AktG.

¹⁴²Vgl. § 71 Abs. 3 S. 1 AktG.

die Einfügung der Nr. 8 wesentlich erweitert worden. Ob mit dieser Änderung der rechtlichen Norm ein kleiner Stein auf dem Weg zum Umbau des deutschen Finanzsystems ins Rollen gebracht wurde oder ob die Nutzung dieses Instruments in der Praxis eher einen anderen Schluß nahelegt, wird sich im Verlauf der nachfolgenden Analyse zeigen müssen.

4.4.3 Der Aktienrückkauf aus finanzierungstheoretischer Sicht

4.4.3.1 Analyse der Nutzung von Aktienrückkäufen in Familienunternehmen

Wie in den einleitenden Bemerkungen angekündigt sollen im folgenden drei unterschiedliche Nutzungsmöglichkeiten von Aktienrückkäufen geprüft werden.

In familiendominierten beziehungsweise von natürlichen Personen dominierten Aktiengesellschaften wird dem Aktienrückkauf, der primär einer allgemeinen Ausschüttung liquider Mittel dient, eine vermutlich eher geringe Bedeutung zukommen. Familienaktionäre könnten an entsprechenden Rückkaufprogrammen nicht teilnehmen, ohne die bestehenden Mehrheitsverhältnisse zu gefährden. Demnach kämen regelmäßig nur die außenstehenden, nicht zu der Gruppe der Familienaktionäre gehörenden Anteilseigner in den Genuß der Ausschüttungen. Auf der Ebene von Aktienrückkäufen als Substitut für Dividendenzahlungen wird in dem betrachteten Unternehmenstyp daher vermutlich jeweils die Dividendenzahlung gewählt. Nur in Einzelfällen, wenn zum Beispiel durch den Rückkauf von Anteilen im Streubesitz – bei Nicht-Teilnahme der Familienaktionäre – die Mehrheitsverhältnisse zugunsten der Familie beeinflußt werden sollen, dürfte man entsprechende Aktienrückkäufe vorfinden. Eine solche Vorgehensweise wäre zum Beispiel auch denkbar in Reaktion auf die Abschaffung der in Familiengesellschaften oftmals vielfach eingesetzten Mehrfachstimmrechte.¹⁴³

Ein gezielter Aktienrückkauf von einzelnen Anlegern könnte im Zuge eines Erbgangs beziehungsweise einer Abfindung, zur Abwehr der Gefahr einer Überfrem-

¹⁴³Vgl. May (1992), S. 204-208; Schürmann/Körfggen (1987), S. 79-80.

dung, im Falle einer drohenden Insolvenz oder um Kasse zu machen – wie man es am Neuen Markt beobachten konnte – plausibel erscheinen, ist aber mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz nach § 53 a AktG nicht vereinbar und daher rechtlich unzulässig.

Aus der Sicht von Familiengesellschaften am interessantesten erscheint die dritte zu überprüfende Nutzungsmöglichkeit, der Aktienrückkauf mit der primären Zielsetzung, eigene Aktien für zukünftige Übernahmen und Fusionen zu beschaffen. Um zu einer finanzierungstheoretisch fundierten Einschätzung dieser Nutzungsmöglichkeit zu gelangen, muß die Akquisitionswährung ‚eigene Aktie‘ Übernahmen unter Ausnutzung von genehmigtem Kapital beziehungsweise einer bedingten Kapitalerhöhung gegenübergestellt werden. Eine knappe Abgrenzung gegenüber Barofferten erscheint ebenfalls sachgerecht.

Grundsätzlich erhalten bei einem Beteiligungserwerb mittels Aktientausch die Altaktionäre des Zielunternehmens Aktien der übernehmenden Gesellschaft. Diese Anteile können einem Bestand an eigenen Aktien entstammen oder Aktien aus genehmigtem Kapital beziehungsweise einer bedingten Kapitalerhöhung der übernehmenden Gesellschaft sein. Eine solche Share Offer erweist sich aus Sicht der übernehmenden Gesellschaft im Hinblick auf eine mögliche Überbewertung der Aktien des Zielunternehmens als überlegene Methode. Verluste aufgrund einer Überbewertung des Zielunternehmens werden bei einer Share Offer auf die Aktionäre beider Unternehmen aufgeteilt, während sie bei einer Bezahlung in bar lediglich von den Aktionären der übernehmenden Gesellschaft getragen werden müßten.¹⁴⁴ Man spricht in diesem Kontext von der Risk-Sharing-Hypothese.¹⁴⁵

Neben der Unsicherheit bezüglich des Wertes der Zielunternehmung sowie bezüglich des Wertes der Investitionsmöglichkeiten beider Unternehmungen können auch andere Faktoren gegen einen Barerwerb sprechen. Ist die Zielunternehmung beispielsweise sehr groß, insbesondere im Vergleich zur übernehmenden Gesellschaft, wird sich die Unternehmensleitung der übernehmenden Gesellschaft eher

¹⁴⁴Vgl. hierzu z.B. Langner (1999), S. 544; Rudolph (2000), S. 140.

¹⁴⁵Vgl. Martin (1996), S. 1230-1231.

für die Akquisitionswährung ‚Aktie‘ entscheiden,¹⁴⁶ wobei hier insbesondere Aktien aus genehmigtem Kapital beziehungsweise einer bedingten Kapitalerhöhung vorteilhaft erscheinen, da der Nennbetrag in beiden Fällen bis zur Hälfte des Grundkapitals betragen darf,¹⁴⁷ während eigene Aktien maximal in Höhe von 10 Prozent des Grundkapitals zur Verfügung stehen.¹⁴⁸ Entsprechend wird eine geringe effektive Verfügbarkeit an liquiden Mitteln die Entscheidung bezüglich der Wahl der Akquisitionswährung in Richtung einer Share Offer beeinflussen.¹⁴⁹ Auch dieses Argument spricht deutlich für eine Share Offer aus genehmigtem Kapital beziehungsweise einer bedingten Kapitalerhöhung. Denn eigene Aktien müssen zunächst – vergleichbar einer Cash Offer – mittels einer Ausschüttung von liquiden Mitteln erworben werden.

Sofern eine feindliche Übernahme angestrebt wird, dürfte – trotz größerer Attraktivität der Share Offer aus Sicht des übernehmenden Unternehmens – dem Barerwerb tendenziell der Vorzug gegeben werden, da dieser aus Sicht der zu überzeugenden Gesellschafter der Zielunternehmung attraktiver und flexibler sowie letztlich mit weniger komplexen rechtlichen Fragestellungen verbunden ist, deren Klärung einen hohen auch zeitlichen Aufwand erfordert.¹⁵⁰

Vor dem Hintergrund des von uns in diesem Abschnitt fokussierten Unternehmenstyps, der Familiengesellschaft, erscheint ein Aspekt für die betrachtete Auswahlentscheidung von zentraler Bedeutung. Das Vorherrschen von Concentrated Ownership auf dem deutschen Finanzmarkt allgemein und einer Familie innerhalb einer Aktiengesellschaft im speziellen könnte einer übermäßigen Nutzung von genehmigtem Kapital beziehungsweise bedingten Kapitalerhöhungen im Kontext eines Beteiligungserwerbs entgegenwirken. Beide Instrumente bergen für dominierende Aktionäre die Gefahr eines Kontrollverlusts.¹⁵¹ Entsprechend stellt

¹⁴⁶Vgl. Martin (1996), S. 1230-1231.

¹⁴⁷Vgl. § 202 Abs. 3 S. 1 AktG bzw. § 192 Abs. 3 AktG.

¹⁴⁸Vgl. § 71 Abs. 2 S. 1 AktG.

¹⁴⁹Martin spricht in diesem Zusammenhang von der Cash Availability Hypothesis sowie den Business Cycle Variables. Vgl. Martin (1996), S. 1231-1233.

¹⁵⁰Martin spricht in diesem Zusammenhang von der Mode of Acquisition Hypothesis. Vgl. Martin (1996), S. 1233.

¹⁵¹Vgl. hierzu z.B. Langner (1999), S. 546; Rudolph (2000), S. 140.

Martin in einer empirischen Untersuchung fest, daß die Wahrscheinlichkeit einer Share Offer in Unternehmen, deren Manager über eine signifikante Beteiligung an dem von ihnen geleiteten Unternehmen verfügen, sinkt.¹⁵² Auch führe das Vorhandensein von institutionellen Anlegern und Blockholdern zu einem Absinken der Wahrscheinlichkeit einer Nutzung von Aktien im Zuge von Übernahmen.¹⁵³ Martin differenziert nicht zwischen den verschiedenen Formen einer Share Offer. Seine Ergebnisse zielen jedoch deutlich in Richtung einer Share Offer auf der Basis von genehmigtem Kapital beziehungsweise einer bedingten Kapitalerhöhung. Denn eigene Aktien bieten in diesem Zusammenhang gerade den Vorteil, daß sie die Stimmenmehrheit auf der Basis der Verhältnisse vor dem Aktienrückkauf konstant halten.

Eigene Aktien scheinen demnach für akquirierende Gesellschaften eine unter dem Aspekt der Risikoteilung vorteilhafte Alternative zur Cash Offer darzustellen, die nicht wie die übrigen Alternativen zu einer Verwässerung bestehender Stimmrechtsverhältnisse führen, sofern die Familienaktionäre ihre Aktien im Rahmen des Rückkaufprogramms nicht veräußern. Bis zur Wiederausgabe der eigenen Aktien im Zuge der Akquisition führt das gesetzlich vorgeschriebene Ruhen der Rechte aus eigenen Aktien sogar zu einem Anstieg des relativen Stimmrechtsanteils des verbleibenden stimmberechtigten Kapitals, das sich bei dem von uns betrachteten Unternehmenstyp vor allem in der Hand von Familienaktionären befindet. Die Position eines Mehrheitsgesellschafters würde mithin im Vorfeld einer Übernahme gestärkt und nach Durchführung der Akquisition gemessen an der Ausgangssituation vor dem Aktienrückkauf nicht geschwächt.

Das hohe Mehrheitserfordernis für den Bezugsrechtsausschluß bei der Wiederausgabe eigener Aktien – drei Viertel des bei der Schlußfassung vertretenen Grundkapitals müssen zustimmen – stellt in Gesellschaften mit dominierenden Eigenkapitalgebern, die zudem in der Regel von Depotbanken unterstützt werden, ein überwindbares Hindernis dar, zumindest sofern die Mehrheitsgesellschaftler eine

¹⁵²Vgl. Martin (1996), S. 1239-1240.

¹⁵³Vgl. Martin (1996), S. 1240. Martin spricht in diesem Zusammenhang von der Control Hypothesis. Vgl. Martin (1996), S. 1231.

entsprechende Vorgehensweise befürworten. Im übrigen können auch die bedingte Kapitalerhöhung sowie der Bezugsrechtsausschluß beim genehmigten Kapital nur mit einer qualifizierten Mehrheit von drei Viertel des bei der Schlußfassung vertretenen Grundkapitals beschlossen werden. Lediglich die beim Erwerb eigener Aktien erforderliche Kaufpreiszahlung und der damit verbundene Liquiditätsabfluß sowie die Höchstgrenze von 10 Prozent des Grundkapitals erweisen sich demnach als begrenzende Elemente für die Akquisitionswährung ‚eigene Aktie‘ beziehungsweise als Nachteil gegenüber den anderen beiden Formen der Share Offer. Berücksichtigt man im Hinblick auf die 10-Prozent-Grenze jedoch, daß der durchschnittliche Rückkaufpreis für eigene Aktien und auch die korrespondierende Bilanzposition vom Börsenkurs einer Aktie bestimmt werden und entsprechend auch die veräußerungswilligen Aktionäre einer Zielgesellschaft den eigenen Aktien einen deutlich über dem Nennwert liegenden, am Börsenkurs orientierten Wert beimessen, so kann man festhalten, daß der Gegenwert von eigenen Aktien in Höhe von 10 Prozent des Grundkapitals für die Finanzierung zumindest mittlerer Akquisitionen durchaus ausreichen müßte.¹⁵⁴ Darüber hinaus bieten eigene Aktien – genau wie genehmigtes Kapital oder bedingte Kapitalerhöhungen – gegenüber einer Barofferte den Vorteil, daß Verluste aufgrund einer möglichen Überbewertung des Zielunternehmens auf die Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft und der Zielgesellschaft aufgeteilt werden.

4.4.3.2 Analyse der Nutzung von Aktienrückkäufen in Unternehmen mit einem Großaktionär aus dem Unternehmenssektor

Gesellschaften, in denen ein anderes Unternehmen als Großaktionär auftritt, werden in der Nutzung des Instruments ‚Aktienrückkauf‘ voraussichtlich einige Parallelen aufweisen zu den im vorangegangenen Abschnitt betrachteten Familienunternehmen. Aber möglicherweise zeigen sich auch gewisse Unterschiede.

Zunächst kann man festhalten, daß auch in unternehmensdominierten Gesellschaften einem Rückkauf, der primär der allgemeinen Liquiditätsausschüttung dient, eine vermutlich eher geringe Bedeutung zukommen dürfte, sofern nicht

¹⁵⁴Vgl. hierzu eine exemplarische Berechnung bei Piepenburg (1996), S. 2584.

gewisse Impulse, zum Beispiel durch eine Notierung an einer ausländischen Börse, hinzutreten. Wie bei den Familiengesellschaften sind auch in diesen Unternehmen die Beteiligungshöhen von dominierenden Eigenkapitalgebern mit Bedacht gewählt.¹⁵⁵ An einem Aktienrückkaufprogramm teilzunehmen, würde für den Großaktionär aus dem Unternehmenssektor implizieren, daß sein Eigenkapitalanteil absinkt, eventuell sogar unter einen gesellschaftsrechtlich bedeutsamen Schwellenwert in Höhe von 10, 25, 50 oder 75 Prozent. In dieser Hinsicht würden Dividendenzahlungen – genau wie in Familienunternehmen – tendenziell bevorzugt, da sie die Beteiligungsverhältnisse unberührt lassen.

Gezielte Aktienrückkäufe von einzelnen Großaktionären, in die man im Vorfeld der Liberalisierung die Hoffnung gesetzt hatte, sie könnten insbesondere zum Abbau von wechselseitigen Beteiligungen auf dem deutschen Kapitalmarkt beitragen,¹⁵⁶ sind rechtlich unzulässig und sollen daher nicht ausführlich diskutiert werden. Aber selbst wenn gezielte Rückkäufe eine zulässige Option darstellen würden, wäre es fraglich, ob dominierende Eigenkapitalgeber aus dem Unternehmenssektor entsprechend vorgehen würden. Warum sollten für das deutsche Finanzsystem typische Verflechtungen plötzlich aufgelöst werden, nur weil der Gesetzgeber hierzu eine neue Möglichkeit eröffnet?

Interessant – wenn auch vermutlich etwas weniger als bei den zuvor betrachteten Familiengesellschaften – erscheint wiederum der Aktienrückkauf zum Aufbau eines Akquisitionswährungsbestandes. Zumindest wenn der bedeutende Einfluß, den ein Unternehmen auf ein anderes Unternehmen ausübt, gehalten werden soll, gilt entsprechend der Argumentation zu den Familiengesellschaften, daß eigene Aktien einen wesentlichen Vorteil gegenüber genehmigtem Kapital und bedingter Kapitalerhöhung aufweisen. Sie sind dazu geeignet, eine Übernahmeabwicklung zu gewährleisten, die die Position eines dominierenden Eigenkapitalgebers gegenüber der Ausgangssituation vor dem Aktienrückkauf nicht schwächt. Wie dieses Charakteristikum eigener Aktien beurteilt wird, hängt wesentlich davon ab, ob

¹⁵⁵Becht/Boehmer (1999) konnten – wie oben aufgezeigt – eine Häufung bei den gesellschaftsrechtlich bedeutsamen Eigenkapitalanteilen in Höhe von (knapp über) 10, 25, 50 und 75 Prozent feststellen.

¹⁵⁶Vgl. z.B. Wastl/Wagner (1997b), S. 246-247.

eine Beteiligung nahe an beziehungsweise knapp über einer gesellschaftsrechtlich kritischen Grenze liegt. Becht/Boehmer haben diesbezüglich nachgewiesen, daß Individuen oder Familien im Durchschnitt über etwa 27 Prozent der Stimmrechte in von ihnen beeinflussten Unternehmen verfügen.¹⁵⁷ Bei Industrieunternehmen fällt der durchschnittliche Stimmrechtsanteil mit 61 Prozent deutlich größer aus, so daß ein gewisses Absinken des Stimmrechtsanteils von Industrieunternehmen beziehungsweise deren Managern im Durchschnitt weniger negativ bewertet werden dürfte.¹⁵⁸ In der Tendenz ist hiervon auch bei Banken und Versicherungen auszugehen; für diese Finanzunternehmen dürfte ein gewisses Absinken ihrer ohnehin eher kleineren Eigenkapitalbeteiligungen, von denen sie zumeist mehrere halten, einen geringeren Stellenwert besitzen als für Familienunternehmen, die regelmäßig in nur einem Unternehmen engagiert sind.¹⁵⁹

Es erscheint daher plausibel anzunehmen, daß für eine von einem anderen (Industrie- oder Finanz-)Unternehmen dominierte Gesellschaft die mit eigenen Aktien verbundenen Nachteile (Erfordernis der Liquiditätsausschüttung, Begrenzung auf 10 Prozent des Grundkapitals) häufiger als in Familiengesellschaften den Vorteil der Konservierung der Stimmrechtsverhältnisse überwiegen. Im Falle der Industrieunternehmen dürften die weit über der kritischen Grenze von 50 Prozent liegenden durchschnittlichen Beteiligungshöhen dazu führen, daß einem geringfügigen Absinken des Anteils weniger Bedeutung beigemessen wird als in Familienunternehmen. In Finanzunternehmen dürften hingegen die durchschnittlich eher geringen Beteiligungshöhen und die Engagements in verschiedenen Unternehmen dazu führen, daß einer Verschiebung der relativen Kapital- und Stimmrechtsverhältnisse weniger Beachtung geschenkt wird als in Familienunternehmen. In diese Richtung weisen auch die Ergebnisse von Martin, der feststellt, daß das Vorhandensein von Blockholdern sich auf die Wahrscheinlichkeit einer Share Offer nicht notwendigerweise linear auswirkt. Unwesentliche, sehr kleine Beteiligungen, aber auch Beteiligungen, die weit über den gesellschaftsrechtlich

¹⁵⁷Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 81 (Table 34).

¹⁵⁸Vgl. Becht/Boehmer (1999), S. 81 (Table 34).

¹⁵⁹Vgl. Edwards/Nibler (1999), S. 2, S. 10-12; Franks/Mayer (1995), S. 176.

relevanten Anteilshöhen liegen, dürften die Wahl der Akquisitionswährung kaum beeinflussen.¹⁶⁰

In einem vermeintlichen Widerspruch stehen unsere Hypothesen jedoch zu einem Befragungsergebnis des Deutschen Aktieninstituts aus dem Jahre 1999. Hier wurde festgestellt, daß die Mehrheit der 77 Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Befragung keinen Aktienrückkauf planten (29 Unternehmen), dies mit dem Vorhandensein eines Großaktionärs beziehungsweise der Zugehörigkeit zu einem Konzern begründeten.¹⁶¹ Die zweithäufigste Begründung, die von 12 Unternehmen angeführt wurde, lautete: „Liquide Mittel werden zur weiteren Expansion benötigt ...“.¹⁶² Insbesondere vor dem Hintergrund dieser zweiten Begründung erscheint es gerechtfertigt anzunehmen, daß einige der den Fragebogen ausfüllenden Unternehmensvertreter den mit eigenen Aktien verbundenen Handlungsspielraum und hierbei insbesondere die Einsatzmöglichkeiten als Akquisitionswährung Anfang 1999 noch nicht in vollem Umfang überblickten. Hält man diese Unterstellung einer partiellen Unwissenheit für ungerechtfertigt, so läßt sich von dem Befragungsergebnis eher auf eine Ablehnung des Motivs ‚Akquisitionswährung‘ bei den von Unternehmen dominierten Gesellschaften schließen; die Zugehörigkeit zu einem Konzern, von der gesprochen wurde, zielt deutlich in diese Richtung und weniger in Richtung der oben diskutierten Interessenlage in Familiengesellschaften.

4.4.3.3 Analyse der Nutzung von Aktienrückkäufen in Unternehmen im Streubesitz

Die Präferenzen der Manager von – in Deutschland weniger verbreiteten – Unternehmen im Streubesitz dürften sich in bezug auf den Aktienrückkauf deutlich abheben von den Präferenzen der dominierenden Großaktionäre in den zuvor betrachteten beiden Unternehmenstypen. Ausgehend von ihrer starken Einbehaltungstendenz und der Ausrichtung an dem übergeordneten Ziel der Insol-

¹⁶⁰Vgl. Martin (1996), S. 1231, S. 1239-1240, S. 1244.

¹⁶¹Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 16.

¹⁶²Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 16.

venzvermeidung dürften Fremdmanager grundsätzlich wenig Interesse an Aktienrückkäufen zeigen. Um sie zu einem allgemeinen Rückkaufprogramm zu bewegen, müßte ein gewisser Druck von außen ausgeübt werden. Dieser Druck könnte zum Beispiel darin bestehen, daß sie einen bestimmten Anteil ihres Gehalts in Form von erfolgsabhängigen Aktienoptionen beziehen oder durch eine Notierung an einer US-amerikanischen Börse in größerem Maße feindlichen Übernahmen ausgesetzt sind.

Ein gezielter Aktienrückkauf entbehrt angesichts des angenommenen breiten Streubesitzes einer Grundlage. Sofern kein Großaktionär existiert, kann ihm auch kein Aktienpaket auf dem Wege des Aktienrückkaufs abgekauft werden.

Schließlich erscheint auch der Erwerb eigener Aktien zum Aufbau eines Akquisitionswährungsbestandes für den Manager eines Unternehmens im Streubesitz wenig attraktiv. Für ihn überwiegen vielmehr die Vorteile auf seiten des genehmigten Kapitals beziehungsweise der bedingten Kapitalerhöhung. In beiden Fällen muß – anders als beim Erwerb eigener Aktien – keinerlei Liquidität ausgeschüttet werden, und beide Instrumente können in Höhe von bis zu 50 Prozent des Grundkapitals genutzt werden.¹⁶³ Die anfallenden Notarkosten für die Beurkundung des Hauptversammlungsbeschlusses, die korrespondierenden Verwaltungskosten sowie die Kosten für die Eintragungen ins Handelsregister sind überschaubar.¹⁶⁴ Der Nachteil des genehmigten Kapitals sowie der bedingten Kapitalerhöhung in bezug auf die Veränderung der Kapital- und Stimmenmehrheiten – der für die zuvor betrachteten beiden Unternehmenstypen von großer oder mittlerer Bedeutung war – ist für das Management von Unternehmen im Streubesitz weitgehend irrelevant. Mithin spricht – in Abwesenheit eines gewissen Drucks von außen – insgesamt wenig für die Durchführung von Aktienrückkäufen in Unternehmen im Streubesitz.

¹⁶³Vgl. § 202 Abs. 3 S. 1 AktG sowie § 192 Abs. 3 AktG.

¹⁶⁴Vgl. Hüffer (2002), S. 907, S. 938-939.

4.4.4 Der Aktienrückkauf aus empirischer Sicht

4.4.4.1 Die Konzeption der deskriptiven Studie

Anhand der im folgenden aufzuzeigenden deskriptiven Statistik soll überprüft werden, inwiefern die oben entwickelten Hypothesen zur Nutzung des Aktienrückkaufs im deutschen Finanzsystem in der Realität eine Bestätigung erfahren.

Im einzelnen wurde zunächst die Hypothese aufgestellt, daß deutsche Aktiengesellschaften vor dem Hintergrund des vorherrschenden Insider-Systems in der Tendenz weniger eigene Aktien erwerben als US-amerikanische Gesellschaften. Folglich interessiert die Gesamtzahl der Unternehmen in Deutschland, die sich einen Aktienrückkauf haben genehmigen lassen. Darüber hinaus soll ermittelt werden, wieviele dieser Gesellschaften, denen eine Ermächtigung zum Aktienrückkauf nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG erteilt wurde, tatsächlich eigene Aktien erworben haben. Weiterhin ist die Hypothese aufgestellt worden, daß Unternehmen im Streubesitz tendenziell seltener eigene Aktien erwerben als Unternehmen mit dominierenden Eigenkapitalgebern. Vor diesem Hintergrund soll eine nach der Eignerstruktur differenzierte Betrachtung vorgenommen werden. Schließlich legt die finanzierungstheoretische Analyse nahe, daß die Rückkaufmotive ‚Akquisitionswährung‘ sowie ‚Aktienoptionsprogramme‘ in Deutschland von wesentlicher Bedeutung sein dürften. Insbesondere für Familiengesellschaften könnten diese beiden Motive von großer Relevanz sein. Es soll daher untersucht werden, welche Zweckangaben im Hinblick auf die Genehmigung beziehungsweise die konkrete Durchführung eines Aktienrückkaufs gemacht werden. Die Ergebnisse werden auch in dieser Hinsicht differenziert nach der Eignerstruktur der jeweiligen Unternehmen aufgezeigt.

Den Ausgangspunkt der deskriptiven Statistik bildet eine auf der Homepage der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) abrufbare Liste der „Angezeigte[n] Ermächtigungen der Hauptversammlung (HV) zum Erwerb eigener Aktien“.¹⁶⁵ Die Liste wies am 15.12.2002 insgesamt 467 börsennotierte und nicht-

¹⁶⁵Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (2002a).

börsennotierte Aktiengesellschaften sowie Kommanditgesellschaften auf Aktien aus, deren Hauptversammlungen seit 1998 mindestens einen Ermächtigungsbeschluß zum Aktienrückkauf nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG gefaßt hatten. Diese Zahl kann ins Verhältnis gesetzt werden zu den 14.409 börsennotierten und nicht-börsennotierten Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien, die in Deutschland registriert sind.¹⁶⁶ Gemessen an dieser Gesamtzahl nimmt sich der Anteil der rückkaufberechtigten Gesellschaften mit 3,2 Prozent sehr gering aus. Da die überwiegende Mehrheit der gemeldeten Ermächtigungsbeschlüsse von börsennotierten Aktiengesellschaften stammt, erscheint es sachgerecht, auch die Gesamtzahl der börsennotierten Aktiengesellschaften als Vergleichsmaßstab heranzuziehen. Ausgehend von diesen 958 börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland¹⁶⁷ beträgt der Anteil der Gesellschaften mit mindestens einer Genehmigung zum Erwerb eigener Aktien nahezu 49 Prozent.

Ein Vergleich mit Angaben zum US-amerikanischen Finanzmarkt ist nur eingeschränkt möglich, zumal ein Aktienrückkauf beziehungsweise dessen Genehmigung in den USA nicht an offizieller Stelle gemeldet oder publiziert werden muß.¹⁶⁸ Von den 6.664 an Amex, NASDAQ und NYSE gehandelten Unternehmen¹⁶⁹ dürften demnach deutlich mehr als die zum Beispiel von Jagannathan/Stephens (2001) für 1998 genannten 1.434 Unternehmen über die Börse zurückgekauft haben. Hinzuzurechnen sind ohnehin die im Zuge von – in den USA etwas seltener und in Deutschland bisher kaum zu beobachtenden – Tender Offers abgewickelten Aktienrückkäufe. Schließlich sollte man berücksichtigen, daß die Aktienrückkaufvolumina in den USA mangels einer entsprechenden gesetzlichen Restriktion¹⁷⁰ deutlich größer ausfallen als in Deutschland, wo der Gesetzgeber eine Grenze in Höhe von 10 Prozent des Grundkapitals fixiert hat.

¹⁶⁶Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (2002), Tabelle 01-1-a.

¹⁶⁷Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (2002), Tabelle 02-6. Bei den genannten 958 börsennotierten Aktiengesellschaften handelt es sich um in- und ausländische Gesellschaften ohne Investmentfonds, die im September 2002 an deutschen Börsen – ohne Freiverkehr – gehandelt wurden.

¹⁶⁸Vgl. Kim/Schremper (2002), S. 3-6.

¹⁶⁹Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (2002), Tabelle 02-6 (Stand: September 2002).

¹⁷⁰Vgl. Kim/Schremper (2002), Table 1.

Unter Umständen könnte jedoch auch die für den deutschen Finanzmarkt ausgewiesene Zahl von 467 zum Aktienrückkauf berechtigten Unternehmen in der Realität noch etwas höher liegen. Es besteht nach § 71 Abs. 3 S. 3 AktG zwar eine Unterrichtungspflicht gegenüber der BaFin, aber der Bundesanstalt fehlen jegliche Sanktionsmöglichkeiten, so daß Unternehmen, die ihrer Meldepflicht nicht nachkommen, mit keinerlei Nachteilen zu rechnen haben. Daher ist davon auszugehen, daß die bereitgestellte Liste nicht ganz vollständig ist. Um einige Lücken zu schließen, recherchieren die Mitarbeiter der BaFin im Bundesanzeiger und ergänzen die Liste entsprechend. Dennoch konnte durch die Studie festgestellt werden, daß bei einigen Unternehmen Ermächtigungsbeschlüsse aus einzelnen Jahren nicht ausgewiesen wurden.¹⁷¹ Die verwendete offizielle Datenbank stellt gleichwohl die zuverlässigste verfügbare Quelle dar, so daß eine Untersuchung auf ihrer Basis sinnvoll erscheint.

Ausgehend von den 467 gemeldeten Aktiengesellschaften wurden 322 Aktiengesellschaften identifiziert, die über mindestens eine Ermächtigung zum Aktienrückkauf verfügten, die am Ende des Monats November 2002 bereits ausgelaufen war. Das heißt, Gesellschaften, denen erst nach oder am 1.6.2001 erstmals eine 18 Monate gültige Ermächtigung von ihrer Hauptversammlung erteilt worden war, wurden aus der Stichprobe entfernt. Hintergrund dieses Ausschlusses ist die Absicht, nur Unternehmen in die Studie einzubeziehen, in denen die volle Laufzeit mindestens einer Ermächtigung beobachtbar war, so daß gesicherte Angaben über die Nutzung möglich sind.

Von den 322 verbliebenen Aktiengesellschaften wurden in einem zweiten Schritt sämtliche nicht-börsennotierten Aktiengesellschaften, insolventen oder aus anderen Gründen nicht mehr existenten Gesellschaften sowie Aktiengesellschaften, die im Dezember 2002 eine Marktkapitalisierung kleiner 25 Millionen EUR aufwiesen, ausgeschlossen. Durch die Aussonderung anhand des Kriteriums der Marktkapitalisierung sollte insbesondere verhindert werden, daß die Stichprobe von Un-

¹⁷¹Beispielsweise bei den Gesellschaften Balda AG, Nordag AG sowie Stada Arzneimittel AG wurde nur jeweils eine Genehmigung durch die BaFin ausgewiesen, obwohl tatsächlich in mehreren Jahren Ermächtigungen zum Aktienrückkauf erteilt wurden.

ternehmen dominiert wird, die am Neuen Markt notiert und zum Teil bereits von einer Insolvenz bedroht sind. Nicht-börsennotierte Gesellschaften erscheinen bezüglich ihrer Eignerstruktur sehr beachtenswert. Ihre Betrachtung würde jedoch eine gesonderte Analyse erfordern, in der zum Beispiel vinkulierte Namensaktien explizit thematisiert werden müßten. Zudem wäre die – ohnehin nur bedingt vorhandene – Vergleichbarkeit mit der Nutzung des Aktienrückkaufs im US-amerikanischen Finanzsystem dann kaum mehr gegeben. Entsprechend wurde von einer Betrachtung dieser nicht-börsennotierten Gesellschaften abgesehen, so daß schließlich insgesamt 147 Aktiengesellschaften in die Untersuchung einbezogen werden konnten.¹⁷²

Informationen zur Eignerstruktur dieser Gesellschaften wurden zu einem großen Teil wiederum einer Datenbank der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht entnommen. Die unter dem Titel „Bedeutende Stimmrechtsanteile an inländischen Gesellschaften, die zum amtlichen Handel oder geregelten Markt zugelassen sind“¹⁷³ abrufbare Liste enthält detaillierte Angaben über natürliche und juristische Personen, die Stimmrechtsanteile in Höhe von 5, 10, 25, 50 oder 75 Prozent an börsennotierten Gesellschaften halten. Das Erreichen der entsprechenden Schwellenwerte muß der BaFin gemäß §§ 21 ff des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) mitgeteilt werden.¹⁷⁴ Auf der Basis der entsprechenden Datenbank wurden die Unternehmen in der Stichprobe als von Familien beziehungsweise natürlichen Personen oder von Unternehmen beeinflusste Aktiengesellschaften charakterisiert. Angaben zu einzelnen Unternehmen wurden über das Internet recherchiert.

Der Anteil von Unternehmen, die über einen Großaktionär mit mindestens 5 Prozent der Stimmrechte verfügen, liegt in unserer Stichprobe bei 79 Prozent. Dies liegt etwas unterhalb des Anteils von Unternehmen mit Concentrated Ownership auf dem deutschen Kapitalmarkt, den Becht/Boehmer auf der Basis der BaFin-Daten 1999 ermittelt haben. Rückschlüsse im Hinblick auf die spezifische Nutzung

¹⁷²Die Unternehmen der Stichprobe sind im Anhang ab S. 176 aufgelistet.

¹⁷³Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (2002b).

¹⁷⁴Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (2002c) mit weiteren Erläuterungen zur Stimmrechtsdatenbank.

von Aktienrückkäufen durch Unternehmen im Streubesitz einerseits und Unternehmen mit dominierenden Eigenkapitalgebern andererseits können hieraus kaum gezogen werden. Aber die Stichprobe spiegelt die für den deutschen Finanzmarkt charakteristische Concentrated Ownership angemessen wider.

Die herangezogene Stimmrechtsdatenbank lieferte auch erste Anhaltspunkte, inwiefern ein Aktienrückkauf von den hierzu ermächtigten Gesellschaften tatsächlich durchgeführt wurde. Denn zum Börsenhandel mit amtlicher Notierung zugelassene Gesellschaften müssen nach §§ 21 ff WpHG auch öffentlich bekanntgeben, wenn sie die Schwelle von 5 oder 10 Prozent an eigenen Anteilen erreichen.¹⁷⁵ Der Großteil der Angaben darüber, inwieweit ein Aktienrückkauf tatsächlich stattfand und zu welchem Zweck die Genehmigung beziehungsweise die Durchführung erfolgte, wurde im Internet recherchiert. Angaben zu Unternehmen, die die Tagesordnungen ihrer Hauptversammlungen und/oder ihre Geschäftsberichte nicht im Internet bereitstellen, wurden telefonisch recherchiert.

Abschließend sei erwähnt, daß Datenbanken zu Ad-hoc-Mitteilungen deutscher börsennotierter Unternehmen keine hinreichende Quelle im Kontext des Aktienrückkaufs darstellen. Gemäß einem Schreiben des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel vom 28. Juni 1999 kann die Information, daß ein Aktienrückkaufprogramm auf der Basis einer bestehenden Ermächtigung gestartet wird, von erheblicher Kursrelevanz sein,¹⁷⁶ sie muß es aber nicht. Demnach liegt es im Ermessen der Vorstände, zu entscheiden, ob sie einen tatsächlichen Aktienrückkauf als erheblich kursrelevant und damit zu veröffentlichende Ad-hoc-Tatsache einstufen. Da zuweilen keine entsprechenden Ad-hoc-Meldungen herausgegeben werden, wäre eine Untersuchung allein auf dieser Grundlage wenig zielführend. Zum Teil ist der Inhalt entsprechender Meldungen auch wenig aussagefähig, wie das folgende Zitat einer Ad-hoc-Mitteilung verdeutlicht: „In Anbetracht der aktuellen Börsenbewertung unserer Gesellschaft ... behält sich unsere Gesellschaft vor, von der eingeräumten Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien in begrenztem

¹⁷⁵Vgl. Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BaWe) (1999).

¹⁷⁶Vgl. Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BaWe) (1999).

Umfang Gebrauch zu machen“.¹⁷⁷ Angesichts der gewählten Formulierung ist man geneigt, zu fragen, ob die Gesellschaft nun tatsächlich zurückkauft oder nicht.

4.4.4.2 Die Ergebnisse der deskriptiven Studie

Während in der Presse spekuliert wird, deutsche Unternehmen seien lediglich „Weltmeister im Ankündigen von Aktienrückkäufen“,¹⁷⁸ zeigt die Studie, daß 65 Prozent der Unternehmen, die über eine Hauptversammlungsermächtigung verfügen, auch tatsächlich eigene Aktien erworben haben. Auf 29 Prozent der Unternehmen in der Stichprobe trifft die zitierte Aussage jedoch zu; sie haben trotz Vorliegens einer Ermächtigung bisher keine Aktienrückkäufe getätigt. Für 6 Prozent der Unternehmen konnten keine Angaben gemacht werden, da im Untersuchungszeitraum weder öffentlich zugängliche Informationen zu recherchieren waren, noch Unternehmensvertreter eine diesbezügliche Aussage machen wollten oder konnten.¹⁷⁹

Im Vergleich zum US-amerikanischen Kapitalmarkt nimmt sich der Anteil der tatsächlich zurückkaufenden Gesellschaften in Deutschland geringer aus. Stephens/Weisbach (1998) dokumentieren in ihrer Studie zum Aktienrückkauf über die Börse, daß ein Anteil von 74 bis 82 Prozent der in den USA zwischen 1981 und 1990 angekündigten Programme auch tatsächlich durchgeführt wurde.¹⁸⁰ In diesem Kontext ist jedoch zu beachten, daß sich die Studie von Stephens/Weisbach mangels einer gesetzlichen Pflicht zur öffentlichen Ankündigung von Aktienrückkaufprogrammen in den USA auf freiwillig abgegebene Ankündigungen stützt, während in die vorliegende Studie eine Auswahl sämtlicher 467 Unternehmen, die der BaFin eine Ermächtigung zum Aktienrückkauf gemeldet haben, einbezogen wurde.¹⁸¹ Folglich sind die Daten nur bedingt vergleichbar.

¹⁷⁷Pongs & Zahn Aktiengesellschaft (2000).

¹⁷⁸Alich (2001), Die Tücken bei Aktienrückkäufen, in: Handelsblatt vom 05.02.2001, Nr. 025, S. 46.

¹⁷⁹Angesichts der Tatsache, daß ausschließlich börsennotierte Unternehmen betrachtet wurden, ist diese Zurückhaltung bei der Informationsweitergabe bemerkenswert.

¹⁸⁰Vgl. Stephens/Weisbach (1998), S. 314.

¹⁸¹Vgl. Kim/Schremper (2002) zu den länderspezifischen Publizitätspflichten bezüglich des Rückkaufs eigener Aktien.

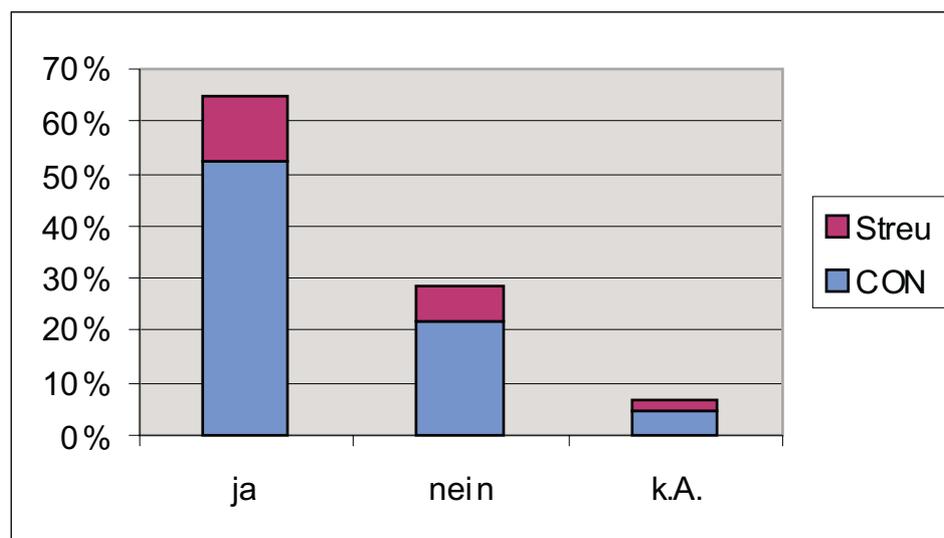
Man kann aufgrund der relativ hohen Zahl der Genehmigungen in Deutschland jedoch festhalten, daß Unternehmensvorstände den mit der Ermächtigung zum Aktienrückkauf verbundenen zusätzlichen Handlungsspielraum erkannten und für sich beanspruchten. Das Ergebnis, daß nur etwa zwei Drittel der Gesellschaften von ihrer Ermächtigung tatsächlich Gebrauch machten, unterstützt diese Interpretation des Aktienrückkaufs im Sinne einer zusätzlichen Handlungsalternative, die vom Management genutzt werden kann, aber nicht genutzt werden muß. Auch folgende an die Aktionäre von DaimlerChrysler gerichtete Erklärung legt nahe, daß die 1998 neu gewonnene Freiheit beim Erwerb eigener Aktien innerhalb des deutschen Corporate-Governance-Systems in der Tendenz vor allem eine Erweiterung des Handlungsspielraums der Insider darstellt: „Mit der durch die Hauptversammlung erteilten Ermächtigung zum Aktienrückkauf ist dem Vorstand lediglich die rechtliche Möglichkeit der Durchführung eines Aktienrückkaufprogrammes an die Hand gegeben. Über die Durchführung eines solchen Programmes, dessen Beginn und weitere Details entscheidet der Vorstand nach Maßgabe der wirtschaftlichen Situation des Unternehmens auf der Grundlage der durch die Hauptversammlung erteilten Ermächtigung im eigenen Ermessen“.¹⁸²

In Abbildung 4.1 wird dieses Ergebnis nach Unternehmen im Streubesitz (Streu) und Unternehmen mit einem Großaktionär (CON), der mindestens 5 Prozent der Stimmen – in der Regel höhere Stimmrechtsanteile – kontrolliert, differenziert. Der Anteil der Unternehmen im Streubesitz an den Gesellschaften, die trotz vorliegender Genehmigung keinen Aktienrückkauf durchgeführt haben, ist mit 24 Prozent etwas höher als der 21-Prozent-Anteil, den die Unternehmen im Streubesitz an der Stichprobe ausmachen. Bei den Unternehmen, die tatsächlich zurückgekauft haben, liegt ihr Anteil hingegen bei knapp 19 Prozent. In der Tendenz wird die oben aufgestellte Hypothese, daß Unternehmen im Streubesitz weniger Aktien zurückkaufen als Unternehmen mit Concentrated Ownership, mithin schwach bestätigt.

In bezug auf die Rückkaufmotive beziehungsweise die im Hauptversammlungsbe-

¹⁸²DaimlerChrysler (2002). DaimlerChrysler gehört zu den Unternehmen, die ihre Genehmigungen zum Aktienrückkauf bisher noch nicht in Anspruch genommen haben.

Abbildung 4.1: Die Ergebnisse zur Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen



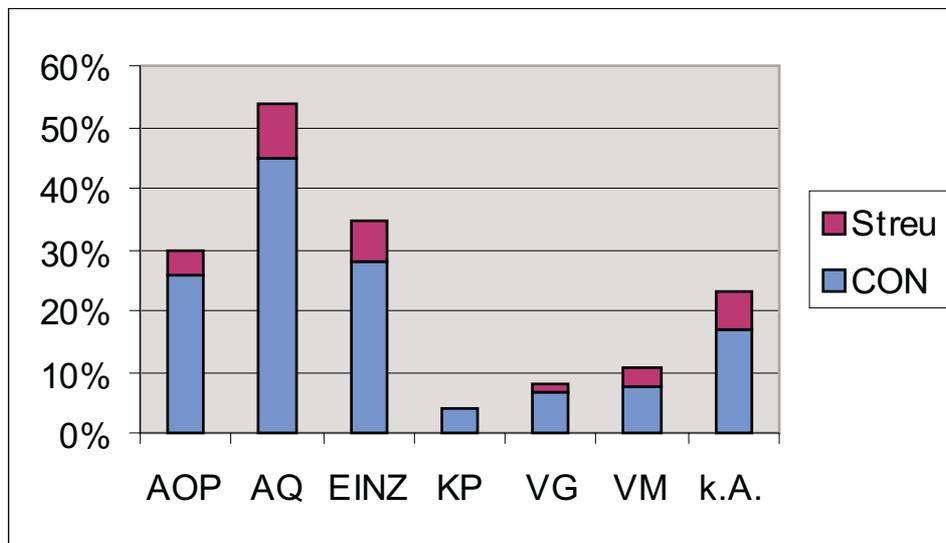
Quelle: Eigene Darstellung.

schluß angegebenen Zwecke stellt sich heraus, daß drei Motive klar dominieren, wobei Mehrfachnennungen zulässig sind.¹⁸³ 54 Prozent der Unternehmen in der Stichprobe geben an, daß sie den Aktienrückkauf zur Beschaffung der Akquisitionswährung ‚eigene Aktie‘ (AQ) durchführen wollen beziehungsweise durchgeführt haben. An zweiter Stelle folgt der Erwerb eigener Aktien zur Einziehung (EINZ); 35 Prozent der Unternehmen gaben diesen Zweck an. Knapp dahinter rangiert mit 30 Prozent der Aktienrückkauf zum Zweck der Bedienung von Aktienoptionsprogrammen (AOP). Es folgen Aktienrückkäufe zur Veräußerung am Markt (VM) mit 11 Prozent, Aktienrückkäufe zur gezielten Veräußerung (VG), beispielsweise an institutionelle Anleger oder an ausländischen Börsen, mit 8 Prozent sowie Aktienrückkäufe zur Kurspflege (KP) mit 4 Prozent.

Keine Angaben zum Erwerbszweck machten 23 Prozent der untersuchten Unternehmen. Dieser hohe Anteil an Unternehmen, die im Hauptversammlungsbeschuß keinerlei Angaben zum Zweck des Rückkaufs eigener Aktien machen, überrascht nicht angesichts der gesetzlichen Regelung, die impliziert, daß – sofern ein oder mehrere Erwerbszwecke im Hauptversammlungsbeschuß genannt werden –

¹⁸³Vgl. hierzu Abbildung 4.2.

Abbildung 4.2: Die Rückkaufmotive



Quelle: Eigene Darstellung.

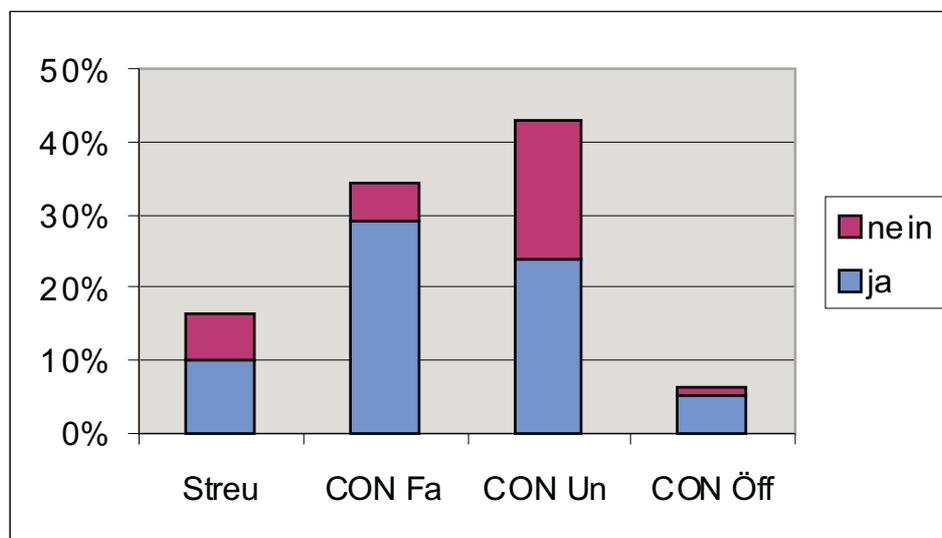
ein Rückkauf zu anderen, nicht genannten Zwecken nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG verboten ist.¹⁸⁴ Mithin halten sich die keinen Zweck angegebenden Unternehmensvorstände alle Möglichkeiten offen. Allerdings ist zu beobachten, daß sich auch die Vorstände, die im Hauptversammlungsbeschluß konkrete Angaben zum Zweck machen, einen möglichst großen Handlungsspielraum sichern. Eine qualifizierte Mehrheit der entsprechenden Aktiengesellschaften gibt nämlich mindestens zwei Erwerbszwecke an. Und immerhin 10 Prozent der Unternehmen geben eine Kombination aus genau den drei in unserer Untersuchung dominierenden Motiven – ‚Akquisitionswährung‘, ‚Einziehung‘ und ‚Aktienoptionsprogramme‘ – an.

Mit Blick auf die Unternehmensvorstände, die sich dahin gehend binden, daß sie eine Aussage zum Zweck des genehmigten Aktienrückkaufs treffen, soll im folgenden eine Aufschlüsselung nach der Eignerstruktur der einen bestimmten Zweck angegebenden Unternehmen erfolgen. Die entsprechende Betrachtung, in der auch verdeutlicht wird, ob die jeweiligen Unternehmen tatsächlich zurückgekauft haben, bleibt auf die drei wesentlichen Rückkaufmotive beschränkt.

Bei einer Betrachtung der insgesamt 79 Gesellschaften, die die Beschaffung von

¹⁸⁴Vgl. Hüffer (2002), S. 338.

Abbildung 4.3: Das Rückkaufmotiv ‚Akquisitionswährung‘



Quelle: Eigene Darstellung.

Akquisitionswährung als Zweck ihres Aktienrückkaufprogramms angegeben haben,¹⁸⁵ zeigt sich, daß 43 Prozent dieser Unternehmen von einem Großaktionär aus dem Unternehmenssektor (CON Un) beeinflußt werden. Mit 34 Prozent der Gesellschaften folgen Familienunternehmen (CON Fa), die als Zweck Akquisitionswährung angeben. Deutlich dahinter kommen Unternehmen im Streubesitz (Streu) mit 17 Prozent. Unternehmen, die unter Einfluß der öffentlichen Hand (Bund, Länder und Gemeinden) stehen – in der Stichprobe gibt es insgesamt sechs solcher Gesellschaften (CON Öff) –, machen 6 Prozent der 79 Unternehmen aus, die diesen Zweck angeben.

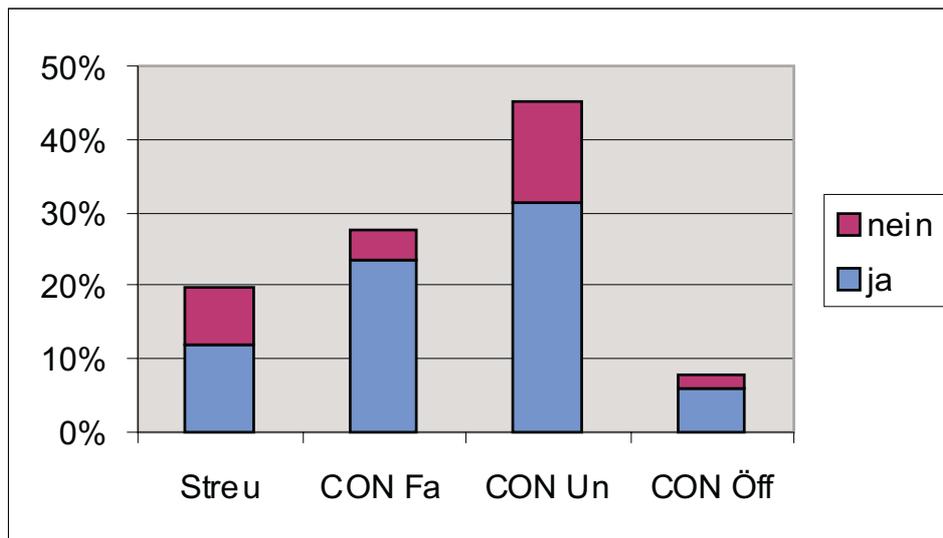
Dieses Ergebnis scheint die finanzierungstheoretische Argumentation, auf deren Grundlage wir schlossen, daß Familiengesellschaften stärker zu diesem Zweck zurückkaufen müßten als von anderen Unternehmen beeinflußte Unternehmen, kaum zu bestätigen. Der Anteil der Familienunternehmen, die das Motiv ‚Akquisitionswährung‘ angeben, beträgt mit 34 Prozent gerade mal einen Prozentpunkt mehr als ihr Anteil an der gesamten Stichprobe, der bei 33 Prozent liegt.¹⁸⁶

¹⁸⁵Vgl. hierzu Abbildung 4.3.

¹⁸⁶Gesellschaften mit einem Unternehmen als Großaktionär machen 42 Prozent der gesamten Stichprobe und 43 Prozent der Unternehmen, die das Motiv ‚Akquisitionswährung‘ angeben, aus.

Betrachtet man jedoch die Anteile der Unternehmen, die den Zweck ‚Akquisitionswährung‘ angeben und auch tatsächlich einen Aktienrückkauf durchgeführt haben, so wird die oben entwickelte Hypothese in gewisser Weise bestätigt; der Anteil der Familienunternehmen erweist sich hier sogar als der absolut höchste.

Abbildung 4.4: Das Rückkaufmotiv ‚Einziehung‘



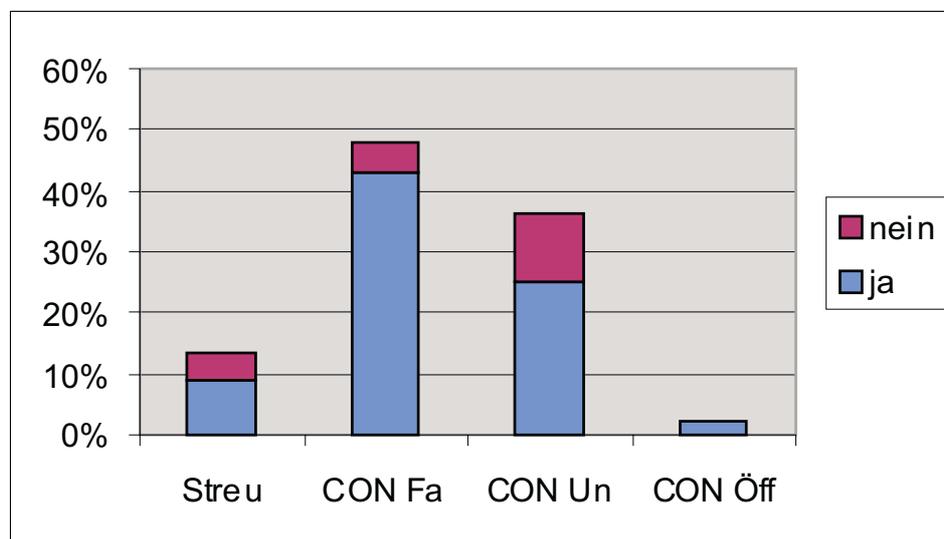
Quelle: Eigene Darstellung.

Das Motiv ‚Einziehung‘, das insgesamt 51 Gesellschaften nannten, wurde vor allem von Unternehmen mit einem Großaktionär aus dem Unternehmenssektor gewählt.¹⁸⁷ Ihr Anteil betrug 45 Prozent. Es folgen Familiengesellschaften (27 Prozent), Unternehmen im Streubesitz (20 Prozent) sowie Unternehmen mit einem Anteilseigner, der dem öffentlichen Sektor zuzurechnen ist (8 Prozent). Hintergrund dürfte hier die – im Vergleich zum ordentlichen Kapitalherabsetzungs- und Einziehungsverfahren – größere Flexibilität und der damit erweiterte Handlungsspielraum für die Unternehmensverwaltungen sein. Eine Einziehung der nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG erworbenen Aktien muß nicht, kann jedoch erfolgen; bei Angabe weiterer Zwecke im Hauptversammlungsbeschluß ist auch eine entsprechend andere Verfahrensweise zulässig. Dies dürfte auch der entscheidende Grund dafür sein, daß zum Zwecke der Vorbereitung einer Einziehung nicht beziehungs-

¹⁸⁷Vgl. hierzu Abbildung 4.4.

weise nicht ausschließlich auf den Aktienrückkauf nach § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG zurückgegriffen wird.¹⁸⁸

Abbildung 4.5: Das Rückkaufmotiv ‚Aktienoptionsprogramm‘



Quelle: Eigene Darstellung.

Schließlich betrachten wir die Ergebnisse zum Rückkaufmotiv ‚Bedienung von Aktienoptionsplänen‘.¹⁸⁹ Während zahlreiche Gesellschaften die teilnahmeberechtigten Führungskräfte solcher Entlohnungsprogramme im Ausübungsfall ausschließlich über genehmigtes Kapital oder bedingte Kapitalerhöhungen mit Aktien versorgen, scheint für Familiengesellschaften das von uns oben – insbesondere mit Bezug auf das Motiv ‚Akquisitionswährung‘ – skizzierte Kalkül von zentraler Bedeutung zu sein. Die Bedienung von Aktienoptionsprogrammen mittels zurückgekaufter eigener Aktien verhindert bei einer Nicht-Teilnahme der Familienaktionäre am Aktienrückkaufprogramm eine Verschiebung der Stimmrechtsverhältnisse zu Lasten der Familienaktionäre. Die finanzierungstheoretisch hergeleitete Hypothese, wonach ein entsprechend motivierter Aktienrückkauf demnach besonders für Familienunternehmen interessant sein dürfte, wird durch das Ergebnis der Studie deutlich bestätigt. 48 Prozent der 44 Gesellschaften, die die Bedienung von Aktienoptionsprogrammen als Rückkaufmotiv angaben, waren Familienun-

¹⁸⁸§ 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG erlaubt den Erwerb eigener Aktien zur Einziehung bereits seit 1978.

¹⁸⁹Vgl. hierzu Abbildung 4.5.

ternehmen. Gesellschaften mit einem Unternehmen als Großaktionär stellten nur 36 Prozent der diesen Zweck angehenden Unternehmen; zudem hat ein substantieller Anteil hiervon bisher noch keinen Aktienrückkauf durchgeführt. In Unternehmen im Streubesitz kommt diesem Zweck gemessen an ihrem Anteil an der gesamten Stichprobe eine unterproportionale Bedeutung zu. Auch dies deckt sich mit unserer Argumentation oben, wonach Verschiebungen von Stimmrechtsverhältnissen für Manager von Unternehmen im Streubesitz weitgehend unbedeutend sind, während die mit dem Erwerb eigener Aktien verbundenen Liquiditätsausschüttungen für diese Vorstände einen gravierenden Nachteil gegenüber genehmigtem Kapital und bedingter Kapitalerhöhung darstellen.

4.4.4.3 Ein Vergleich der Ergebnisse mit anderen deskriptiven Untersuchungen

Bisher sind drei empirische Untersuchungen zum Aktienrückkauf in Deutschland veröffentlicht worden; alle drei wurden im Winter 1998/1999 beziehungsweise im Frühjahr 1999 durchgeführt, also innerhalb eines Jahres nach der Liberalisierung des Erwerbs eigener Aktien.¹⁹⁰

Schremper, der zunächst 67 Unternehmen identifiziert, deren Hauptversammlungen bereits 1998 einen Ermächtigungsbeschluß nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG gefaßt hatten, erhält letztlich von 37 Aktiengesellschaften eine verwertbare Antwort auf seine schriftliche Befragung in Form eines Fragebogens.¹⁹¹ Zielsetzung der Befragungsstudie ist es, herauszufinden, „welche Motive aus dem Blickwinkel deutscher Manager für den Erwerb eigener Aktien tatsächlich relevant sind“,¹⁹² wobei den antwortenden Unternehmensvertretern überwiegend aus der anglo-amerikanischen Literatur übernommene Motive zur Auswahl gestellt werden.¹⁹³ Diese enge Anlehnung an die anglo-amerikanische Literatur dürfte dafür verantwortlich sein, daß nicht explizit nach dem Motiv ‚Erwerb eigener Aktien als Akqui-

¹⁹⁰Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999); Kellerhals/Rausch (2000); Schremper (2002).

¹⁹¹Vgl. Schremper (2002), S. 55-57; eine frühere Veröffentlichung der Ergebnisse erfolgte in Pellens/Schremper (1999); eine weitere Veröffentlichung mit einer Zusammenfassung der empirischen Ergebnisse erfolgte in Pellens/Schremper (2000).

¹⁹²Schremper (2002), S. 55.

¹⁹³Vgl. Schremper (2002), S. 56.

sitionswährung‘ gefragt wird. Dennoch geben 2 der 37 Unternehmen diese Motivation in einem halboffenen Fragentyp als wichtigen beziehungsweise sehr wichtigen Beweggrund an.¹⁹⁴ Schremper folgert hieraus ohne nähere Begründung, daß ein Anstieg des Einsatzes von eigenen Aktien im Zuge von Unternehmensübernahmen erwartet werden kann.¹⁹⁵ Als wesentliches Motiv für den Erwerb eigener Aktien generiert die deskriptive Untersuchung jedoch das Signalisieren einer möglichen Unterbewertung.¹⁹⁶ Steuerliche Überlegungen sind nach Schremper von mittlerer Relevanz.¹⁹⁷ Die Motive ‚Liquiditätsabbau‘ und ‚Kapitalstrukturgestaltung‘ scheinen hingegen wenig bedeutsam.¹⁹⁸ Auch der Erwerb eigener Aktien zur Bedienung von Aktienoptionsprogrammen oder zur Bereitstellung von Belegschaftsaktien spielt nach dieser Studie kaum eine Rolle, wobei Schremper hierzu selbst ausführt, daß Aktienoptionsprogramme 1998 erst begannen, sich in Deutschland zu etablieren.¹⁹⁹ Aktienrückkäufe zur Abwehr einer feindlichen Übernahme sowie zur Realisierung eines Einsparpotentials im Investor-Relations-Bereich sind nach Schremper weitgehend irrelevant.²⁰⁰ Insgesamt liefert die Statistik von Schremper aufgrund eines anderen Ansatzes wenige mit unserer Studie vergleichbare Ergebnisse. Es bestätigt sich in der Untersuchung von Schremper jedoch die oben aufgestellte Hypothese, wonach ein Aktienrückkauf mit dem primären Ziel eines allgemeinen Liquiditätsabbaus für den deutschen Finanzmarkt wenig relevant ist. An einzelnen Erläuterungen kann man weiterhin ablesen, daß Schremper die Bedeutung des Motivs ‚Akquisitionswährung‘ sowie des Motivs ‚Aktienoptionsprogramme‘ heute höher einschätzt als noch in seiner Untersuchung von 1998/1999.²⁰¹

Kellerhals/Rausch, die ausgehend von den 30 im Deutschen Aktienindex (DAX) vertretenen Aktiengesellschaften letztlich Angaben von 23 Gesellschaften erhalten,²⁰² stellen fest, daß 14 dieser Gesellschaften im Frühjahr 1999 bereits über

¹⁹⁴Vgl. Pellens/Schremper (1999), S. 34-35; Schremper (2002), S. 117.

¹⁹⁵Vgl. Schremper (2002), S. 118.

¹⁹⁶Vgl. Pellens/Schremper (1999), S. 34; Schremper (2002), S. 100, S. 119.

¹⁹⁷Vgl. Pellens/Schremper (1999), S. 34; Schremper (2002), S. 66.

¹⁹⁸Vgl. Pellens/Schremper (1999), S. 34; Schremper (2002), S. 77, S. 86.

¹⁹⁹Vgl. Pellens/Schremper (1999), S. 34; Schremper (2002), S. 113-115.

²⁰⁰Vgl. Pellens/Schremper (1999), S. 34; Schremper (2002), S. 107, S. 110-111.

²⁰¹Vgl. Schremper (2002), S. 112-115, S. 116-118.

²⁰²Die übrigen sieben Gesellschaften konnten „aufgrund geringer Auskunftsbereitschaft in der

einen Hauptversammlungsbeschluß zum Aktienrückkauf verfügten oder einen entsprechenden Beschluß auf der nächsten Hauptversammlung fassen wollten; zwei Gesellschaften – BASF und Schering – hatten zum Umfragezeitpunkt bereits zurückgekauft.²⁰³ Zielsetzung der Umfrage von Kellerhals/Rausch ist es, „die Gesellschaften im Hinblick auf die Eignung von Aktienrückkäufen hinsichtlich der dargestellten Motive beziehungsweise strategischen Ziele“²⁰⁴ zu befragen. Anhand des arithmetischen Mittels ihrer jeweiligen Ergebnisse haben die beiden Autoren eine Rangfolge der 7 Zielmotive aufgestellt²⁰⁵: Die Erzielung eines Leverage-Effekts rangiert auf Platz eins, gefolgt vom Signalling des Managements. Den dritten Rang nimmt die Vorbereitung von Übernahmen und Fusionen und damit das Motiv der Beschaffung einer Akquisitionswährung ein. Es folgen in der entsprechenden Reihenfolge die Pflege des Börsenkurses, der Aktienrückkauf als Alternative zu Dividendenzahlungen, die Abwehr feindlicher Übernahmeveruche sowie die Verkleinerung des Aktionärskreises beziehungsweise Einsparungen von Shareholder Servicing Kosten. Nach einem Aktienrückkauf zur Bedienung von Aktienoptionsprogrammen wurde nicht gefragt. Die Ergebnisse von Kellerhals/Rausch bestätigen in der Tendenz die Bedeutung des Motivs ‚Akquisitionswährung‘ und die geringe Bedeutung des Motivs einer allgemeinen Liquiditätsausschüttung. Man muß jedoch berücksichtigen, daß die Ergebnisse von Kellerhals/Rausch auf der Basis der Angaben von nur 23 DAX-Gesellschaften ermittelt wurden.

Die im Ansatz bisher umfangreichste Untersuchung, deren Zielsetzung es war „einen möglichst umfassenden Überblick über Nutzung und Akzeptanz von Aktienrückkäufen zu erlangen“,²⁰⁶ ist die Studie des Deutschen Aktieninstituts. Bei einer Rücklaufquote von 40 Prozent gingen 291 der ursprünglich 722 versandten Fragebögen wieder beim Deutschen Aktieninstitut ein; Angaben zu weiteren 46 Gesellschaften wurden auf der Basis von Tagesordnungen der Hauptversamm-

Untersuchung nicht berücksichtigt werden.“ Kellerhals/Rausch (2000), S. 224.

²⁰³Vgl. Kellerhals/Rausch (2000), S. 224.

²⁰⁴Kellerhals/Rausch (2000), S. 224.

²⁰⁵Vgl. im folgenden Kellerhals/Rausch (2000), S. 224-225.

²⁰⁶Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 4.

lungen ergänzt.²⁰⁷ Von den insgesamt 337 erfaßten Aktiengesellschaften verfügten 77 Unternehmen zum Befragungszeitpunkt über eine Ermächtigung zum Aktienrückkauf; 10 dieser Gesellschaften hatten hiervon bereits Gebrauch gemacht.²⁰⁸ Nur diese 77 Aktiengesellschaften wurden in einem weiterführenden Fragenkomplex unter anderem zu den Motiven für den Aktienrückkauf befragt; Mehrfachnennungen waren jeweils möglich. Das Ergebnis soll hier für die 77 Gesellschaften mit einer Hauptversammlungsermächtigung zusammengefaßt werden.²⁰⁹ 23 dieser Unternehmen gaben als Motiv für den Aktienrückkauf die Nutzung eigener Aktien als Akquisitionswährung an.²¹⁰ Es folgten mit einigem Abstand die Veränderung der Kapitalstruktur, die von 15 Unternehmen angeführt wurde, die Ausschüttung überschüssiger Liquidität, die 13 Gesellschaften angaben, sowie die Optimierung der Aktionärsstruktur, die 7 Unternehmen nannten.²¹¹ Die Abwehr feindlicher Übernahmen sowie die Bedienung von Aktienoptionsprogrammen wurden nur noch von jeweils zwei Unternehmen als Motive angeführt.²¹²

Der Fragebogen des Deutschen Aktieninstituts enthielt aber auch noch folgende Frage: „Was soll mit den erworbenen Aktien geschehen?“²¹³ Die Antworten, die auf diese Frage gegeben wurden, gehen in Richtung der Zweckangaben, die man den Hauptversammlungsbeschlüssen entnehmen kann, und korrespondieren entsprechend direkt mit den Ergebnissen der oben präsentierten deskriptiven Studie. Gegenüber dem Deutschen Aktieninstitut gaben 20 Unternehmen an, noch keine diesbezügliche Entscheidung getroffen zu haben; 7 Unternehmen planten eine Einziehung und immerhin 6 Unternehmen gaben an, die Aktien sollten für Akquisitionen genutzt werden.²¹⁴ Weitere 4 Unternehmen erwähnten, die Aktien

²⁰⁷Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 4. Die Vorgehensweise in bezug auf die zusätzlichen 46 Unternehmen entspricht dem in dieser Arbeit gewählten Ansatz.

²⁰⁸Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 5-6.

²⁰⁹Im Untersuchungsbericht des Deutschen Aktieninstituts (1999) erfolgt eine getrennte Darstellung für die 67 Gesellschaften mit einer Ermächtigung, die jedoch noch nicht zurückgekauft haben, sowie die 10 Gesellschaften, die einen Aktienrückkauf bereits durchgeführt haben. Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 9-13 bzw. S.13-16.

²¹⁰Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 9-10 sowie S.13.

²¹¹Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 9-10 sowie S.13.

²¹²Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 9-10.

²¹³Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 13.

²¹⁴Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 13, S. 15.

sollten veräußert werden, und 3 Unternehmen wollten die Aktien zur Bedienung von Aktienoptionsprogrammen verwenden.²¹⁵

Die Ergebnisse des Deutschen Aktieninstituts aus dem Jahre 1999 deuten bereits die Richtung an, in die die Ergebnisse der oben präsentierten Studie gehen. Der Aktienrückkauf zur Gewinnung einer Akquisitionswährung stellt sich als zentrales Motiv innerhalb des deutschen Corporate-Governance-Systems dar. Bisher wurde jedoch in keiner deutschen Studie ein Augenmerk auf die Eignerstruktur der Gesellschaften gerichtet; auf diesem Gebiet sind somit neue Aspekte in die Diskussion eingebracht worden. Ferner konnte aufgrund der höheren Anzahl der heute vorliegenden Hauptversammlungsermächtigungen eine deutlich größere Zahl an Unternehmen erfaßt werden. Schließlich weist die gewählte Vorgehensweise – die Ermittlung des Zweckes anhand der im Hauptversammlungsbeschluß gemachten Angaben – einen deutlichen Vorteil auf gegenüber der in früheren Studien gewählten Befragungsmethode. Der Gefahr einer willentlichen oder unwillentlichen Falschantwort setzt man sich in deutlich geringerem Maße aus, da die Angaben im Hauptversammlungsbeschluß insofern rechtlich bindend sind, als danach auch nur zu einem der genannten Zwecke eigene Aktien zurückgekauft werden dürfen.

Abschließend soll nun zum Vergleich eine Befragung über die Motive US-amerikanischer Manager zusammengefaßt werden. Während für den US-amerikanischen Kapitalmarkt eine Fülle von Ereignisstudien vorliegt, die die Relevanz der Signalling-Hypothese, der Free-Cash-Flow-Hypothese, den Informationsgehalt von Dividendenerhöhungen gegenüber regelmäßig und unregelmäßig stattfindenden Aktienrückkaufprogrammen oder ganz allgemein die Reaktion von Aktienkursen auf die Ankündigung von Aktienrückkäufen testen, findet man kaum eine Studie, die die Motive des Aktienrückkaufs aus Sicht des Managements beleuchtet. Nur diese Studien könnten aber einen Hinweis geben, inwiefern das Motiv ‚Akquisitionswährung‘ innerhalb des US-amerikanischen Systems eine Rolle spielt, zumal eine Kursreaktion in Folge eines Aktienrückkaufs zum Zweck der Akquisi-

²¹⁵Vgl. Deutsches Aktieninstitut (DAI) (1999), S. 13, S. 15.

tionswährungsbeschaffung empirisch nicht sinnvoll getestet werden kann.²¹⁶ Kursbewegungen in Reaktion auf Akquisitionen wird man zwar beobachten, hiermit bewerten die Marktteilnehmer jedoch primär die Erfolgsaussichten der Akquisition und nicht den zu diesem Zweck erfolgten Aktienrückkauf.

Die Befragungsstudie von Wansley et al. enthält eine Hypothese, die „reissue Hypothesis“,²¹⁷ die in drei Fragenkomplexen angesprochen wird und indirekt das Motiv ‚Akquisitionswährung‘ einschließt.²¹⁸ Direkt gefragt wird nach der Bedeutung der Motive ‚Bedienung von Aktienoptions-/Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen‘, ‚Bedienung von Wandel-/Optionsanleihen‘ sowie ‚Beschaffung von Aktien für „dividend reinvestment plans“‘.²¹⁹ Die Tatsache, daß die Beschaffung von eigenen Aktien für die Abwicklung zukünftiger Akquisitionen gar nicht explizit genannt wird, sagt bereits einiges aus, aber auch die angesprochenen Motive scheinen bei tatsächlich zurückkaufenden Gesellschaften keine signifikante Bedeutung zu haben; eine gewisse Bedeutung maßen ihnen Unternehmen bei, die bisher noch nicht zurückgekauft haben, wobei Aktienoptionsprogramme noch am häufigsten genannt wurden.²²⁰ Eine gewisse Übereinstimmung mit den in bezug auf Deutschland ermittelten Ergebnissen kann somit im Hinblick auf das Motiv ‚Bedienung von Aktienoptionsprogrammen‘ festgestellt werden. Dieses Motiv wird in der theoretischen und empirischen US-amerikanischen Literatur auch an anderer Stelle thematisiert.²²¹ Aber in bezug auf den Aktienrückkauf zur Beschaffung einer Akquisitionswährung lassen sich – auf der Basis der vorhandenen Literatur – keine Parallelen zwischen den USA und Deutschland aufzeigen. Nur äußerst selten findet das Motiv ‚Akquisitionswährung‘ im Kontext des Aktienrückkaufs auf dem US-amerikanischen Finanzmarkt überhaupt Erwähnung.²²² Demnach zeich-

²¹⁶Vgl. Schremper (2002), S. 118.

²¹⁷Wansley/Lane/Sarkar (1989), S. 98.

²¹⁸Vgl. Wansley/Lane/Sarkar (1989), S. 100.

²¹⁹Vgl. Wansley/Lane/Sarkar (1989), S. 101.

²²⁰Vgl. Wansley/Lane/Sarkar (1989), S. 101-103.

²²¹Vgl. z.B. Jolls (1998); Weisbenner (2000).

²²²Bradley/Wakeman (1983) stellen eine der wenigen Ausnahmen dar, die das Motiv ‚Akquisitionswährung‘ zumindest am Rande erwähnen. Auf S. 303 führen sie aus: „Some companies repurchased the block for ‚general corporate purposes‘, noting that this new treasury stock would be used for employee benefit plans, stock dividends or future acquisitions.“ Weitere Ausführungen erfolgen auch bei Bradley/Wakeman nicht.

net sich mit dem Aktienrückkauf zum Zwecke der Beschaffung einer Akquisitionswährung eine spezifische Nutzung des Aktienrückkaufs im deutschen Finanzsystem ab.

4.5 Fazit

Abschließend läßt sich zusammenfassen, daß der Rückkauf eigener Aktien in Deutschland anders genutzt wird als in den USA. Die Ausschüttung von Liquidität an externe Aktionäre und die damit verbundenen Signale stehen in Deutschland nicht eindeutig im Vordergrund; vielmehr scheinen eigene Aktien beim Umbau des Netzes von Beteiligungen beziehungsweise von Einflußstrukturen in der Deutschland AG eine eher technische Rolle bei der Abwicklung zu spielen. Für dominierende Eigenkapitalgeber sind sie hierbei ein besonders attraktives Instrument, da sie es erlauben, die Stimmrechtsanteile der – nicht an dem Rückkaufprogramm teilnehmenden – Großaktionäre auf der Basis der Verhältnisse vor dem Aktienrückkauf konstant zu halten. Bei Akquisitionen mittels genehmigten Kapitals oder bedingter Kapitalerhöhung würde der relative Anteil des Großaktionärs hingegen sinken. Gleichzeitig weisen eigene Aktien gegenüber einer Barofferte den Vorteil auf, daß Verluste aufgrund einer möglichen Überbewertung des Zielobjekts auf die Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft sowie der Zielgesellschaft aufteilt werden.

Der rechtlich zulässige Aufbau von Beteiligungen durch die gezielte Übertragung von eigenen Aktien unter Ausschluß des Bezugsrechts scheint in Deutschland, einem Land, in dessen Finanzsystem Concentrated Ownership von zentraler Bedeutung ist, denn auch aktiv vorbereitet und weidlich genutzt zu werden. Dies verdeutlicht auch die hier präsentierte deskriptive Statistik, die die überragende Bedeutung des Erwerbs eigener Aktien zur Beschaffung einer Akquisitionswährung hervorhebt und darüberhinaus aufzeigt, daß die klare Mehrheit, insbesondere der Familienunternehmen, die sich einen Rückkauf zu diesem Zweck haben genehmigen lassen, diesen auch durchführt. Der Tagespresse kann man weiterhin entnehmen, daß kaum eine Fusion stattfindet, bei der nicht zumindest in einem gewissen

Umfang eigene Aktien als Akquisitionswährung eingesetzt werden.

Ein Umbau des deutschen Finanzsystems zeichnet sich demnach tatsächlich ab, aber eben kein Umbau in Richtung einer verstärkten Kapitalmarktorientierung oder einer Verminderung von Concentrated Ownership. Die im Vorfeld geäußerte Vermutung, der Aktienrückkauf werde nach seiner Liberalisierung im Jahre 1998 zum Abbau der vielfältigen Beteiligungen und insbesondere zum Abbau von wechselseitigen Beteiligungen eingesetzt,²²³ hat sich nicht erfüllt. Die Liberalisierung des Aktienrückkaufs konnte keine entsprechenden Impulse geben. Auch die Ausschüttung überschüssiger Liquidität an die breite Einleger-schaft scheint in Deutschland nicht zu den zentralen Rückkaufmotiven der Manager zu gehören.²²⁴ Vielmehr scheint die Liberalisierung des Aktienrückkaufs primär zu einer Erweiterung des Handlungsspielraums der Insider im deutschen Insider-Control-System geführt zu haben. Das einzelne, einem marktdominierten Outsider-System entnommene Element, der Aktienrückkauf, scheint im deutschen Insider-System demnach eine andere Nutzung zu erfahren als beispielsweise im US-amerikanischen marktdominierten System.

²²³Vgl. z.B. Wastl/Wagner (1997b), S. 246-247.

²²⁴Hierauf deuten auch die Ergebnisse von Kellerhals/Rausch (2000) sowie Schremper (2002) hin.

Kapitel 5

Der Rückkauf eigener GmbH-Geschäftsanteile

5.1 Motivation und Fragestellung

Im historisch geprägten Kapitel 3 wurde deutlich, daß ein Mißbrauchspotential im Rahmen des Rückkaufs eigener Anteile in der Aktiengesellschaft sowie der Kommanditgesellschaft auf Aktien grundsätzlich vorhanden ist. Im nachfolgenden Kapitel 4 wurde aufgezeigt, daß der deutsche Gesetzgeber vor dem Hintergrund der Erfahrungen während der Bankenkrise von 1931 einschlägige Vorschriften erlassen hat, die einen derartigen Mißbrauch verhindern sollen.

Die Zulässigkeit des Erwerbs eigener Aktien wurde im Aktiengesetz an das Vorliegen bestimmter Ausnahmetatbestände beziehungsweise eines Hauptversammlungsbeschlusses geknüpft.¹ Darüber hinaus ist das Rückkaufvolumen auf 10 Prozent des Grundkapitals begrenzt, eine Sonderrücklage für aktivierte eigene Anteile ist vorgeschrieben.² Zudem wurde die Einhaltung des Gleichbehandlungsgebotes, wonach gezielte Aktienrückkäufe von einzelnen Aktionären unzulässig sind, gesetzlich festgeschrieben.³

Im spezifisch deutschen Corporate-Governance-System spielt unter den Kapitalgesellschaften aber auch die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) eine

¹Vgl. § 71 Abs. 1 AktG.

²Vgl. § 71 Abs. 2 AktG.

³Vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG.

wesentliche Rolle. Auf eine Aktiengesellschaft kommen in Deutschland nicht weniger als etwa 150 Gesellschaften mit beschränkter Haftung.⁴ Insbesondere für den Mittelstand ist diese Rechtsform von übergeordneter Bedeutung. Wie die Aktiengesellschaft gehört die GmbH zu den Kapitalgesellschaften; sie ist eine Handelsgesellschaft und besitzt eine eigene Rechtspersönlichkeit.⁵ Weiterhin haftet für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft in beiden Rechtsformen nur das Gesellschaftsvermögen.⁶

Im Vergleich zum Aktienrecht ist das GmbH-Gesetz jedoch weniger restriktiv. Dies gilt auch für die Vorschriften zum Rückkauf eigener Anteile, der in der GmbH bei voll eingezahlten Geschäftsanteilen grundsätzlich zulässig ist. Im einzelnen sieht das GmbH-Gesetz keinerlei Höchstgrenzen für den Erwerb eigener Anteile vor. Theoretisch könnten demnach 100 Prozent ihrer Anteile von der GmbH selbst erworben werden. Auch dürfte der – in der Aktiengesellschaft unzulässige – gezielte Rückkauf von einzelnen Gesellschaftern in der GmbH eher der Normalfall denn die Ausnahme sein.

Es stellt sich daher die Frage, inwiefern die im Vergleich zur Aktiengesellschaft weniger restriktiven Regelungen des GmbH-Gesetzes im allgemeinen und zum Rückkauf eigener GmbH-Anteile im speziellen ein größeres Mißbrauchspotential beim Erwerb eigener Anteile implizieren. Zur Abschätzung des Mißbrauchspotentials sind nicht nur die rechtlichen Regelungen zum Rückkauf eigener GmbH-Anteile genauer zu beleuchten, vielmehr muß auch untersucht werden, wer in welchem Rahmen einen Anreiz haben könnte, vom Instrument des Erwerbs eigener GmbH-Anteile Gebrauch zu machen und somit die rechtlichen Regelungen auszunutzen. Das vorliegende Kapitel soll hierzu einen Beitrag leisten. Im Verlauf der Untersuchung wird an verschiedenen Stellen auf Parallelen sowie Unterschiede hingewiesen zwischen der GmbH, die häufig personalistisch geprägt ist, und der von einer weitgehenden Anonymität ihrer Anleger ausgehenden Rechtsform der Aktiengesellschaft.

⁴Vgl. Grunewald (2000), S. 309; Meyer (2002), S. 179.

⁵Vgl. § 1 Abs. 1 AktG sowie § 3 Abs. 1 AktG bzw. § 13 Abs. 1 und 3 GmbHG.

⁶Vgl. § 1 Abs. 1 S. 2 AktG bzw. § 13 Abs. 2 GmbHG.

5.2 Charakteristika von Gesellschaften mit beschränkter Haftung und der Rückkauf eigener Geschäftsanteile

5.2.1 Rechtsformspezifische Merkmale von Gesellschaften mit beschränkter Haftung

5.2.1.1 Die weitreichenden Einflußmöglichkeiten der Gesellschafter

Nachdem mit der Aktienrechtsnovelle von 1884 die Normativbestimmungen zur Gründung und zur Zuständigkeitsordnung innerhalb der Aktiengesellschaft deutlich verschärft und die Rechtsform damit stärker formalisiert worden war, beabsichtigte der Gesetzgeber, mit dem GmbH-Gesetz von 1892 eine flexiblere Rechtsform zu schaffen, die nicht von dem Leitbild der Publikumsgesellschaft ausging.⁷ Die neue Organisationsform sollte insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen mit beschränktem Kapitalbedarf und einer überschaubaren Anzahl von Gesellschaftern, die sich untereinander kennen, eine Alternative zur Aktiengesellschaft bieten.

Wie das Aktiengesetz geht auch das GmbH-Gesetz in bezug auf die Geschäftsführung vom Grundsatz der Fremdorganschaft aus,⁸ wobei die Möglichkeit der Bestellung eines Gesellschafters zum Geschäftsführer in der Rechtsform der GmbH vielfach genutzt wird.⁹ Neben dem Geschäftsführungsorgan, das sich aus einem oder mehreren Geschäftsführern zusammensetzen kann, ist als zweites Organ die Gesellschafterversammlung beziehungsweise die Gesamtheit der Gesellschafter verbindlich vorgeschrieben.¹⁰ Der Aufsichtsrat als obligatorisches drittes Organ der Aktiengesellschaft ist für die GmbH im Grundsatz hingegen nicht vorgeschrieben.¹¹ Zum Ausgleich hat die Gesellschafterversammlung innerhalb der GmbH

⁷Vgl. hierzu z.B. Escher-Weingart (2001), S. 100; Kübler (1999), S. 222; May (1992), S. 14-15.

⁸Vgl. § 6 GmbHG.

⁹Vgl. Meyer (2002), S. 181; Kornblum (1994), S. 507 (Tab. 23).

¹⁰Vgl. Kübler (1999), S. 221, S. 244.

¹¹Lediglich sobald die Gesellschaft unter das Betriebsverfassungsgesetz von 1952 oder das Mitbestimmungsgesetz von 1976 fällt, da sie regelmäßig mehr als 500 bzw. mehr als 2.000 Arbeitnehmer beschäftigt, ist auch in der GmbH ein Aufsichtsrat zu bilden. Vgl. hierzu z.B. Grunewald (2000), S. 340-341.

mehr Rechte als die Hauptversammlung in der Aktiengesellschaft.

Während die Hauptversammlung fast völlig von der Geschäftsführung ausgeschlossen ist,¹² stellt die korrespondierende Gesellschafterversammlung das maßgebliche Organ der GmbH dar.¹³ Einerseits obliegen ihr die Aufgaben, die in der Aktiengesellschaft der Hauptversammlung zukommen, andererseits übernimmt sie – in Gesellschaften, die nicht unter das Mitbestimmungsgesetz fallen – Aufgaben, die in der Aktiengesellschaft vom Aufsichtsrat übernommen werden. Entsprechend trifft die Gesellschafterversammlung die Entscheidungen über die Gewinnverwendung, die Bestellung und Abberufung sowie die Überwachung der Geschäftsführung.¹⁴ Im Hinblick auf die Abberufung ist bemerkenswert, daß, sofern der Gesellschaftsvertrag keine abweichende Regelung vorsieht, ein GmbH-Geschäftsführer jederzeit und ohne wichtigen Grund abberufen werden kann.¹⁵ Weiterhin kann die Gesellschafterversammlung dem Geschäftsführer jederzeit und in jeder Angelegenheit Weisungen erteilen, die dieser selbst dann zu befolgen hat, wenn er anderer Auffassung ist.¹⁶ Dies zeigt deutlich, daß der Geschäftsführer die Geschäfte der GmbH nicht in eigener Verantwortung führt, wie dies für den Vorstand der Aktiengesellschaft gilt.¹⁷ Durch eine zusätzliche Festlegung von zustimmungspflichtigen Rechtsgeschäften im Gesellschaftsvertrag kann der unternehmerische Handlungsspielraum der GmbH-Geschäftsführung weiter eingeengt werden.¹⁸ Sofern die Gesellschafterversammlung einen solchen Weg beschreiten möchte, können Geschäftsführer zu reinen Ausführungsorganen herabgesetzt werden.¹⁹ Entsprechend äußert sich ein von Hücke befragter Geschäftsführer einer konzerngebundenen GmbH: „Wir sind in dieser Unternehmung nur deshalb Ge-

¹²Vgl. § 119 Abs. 2 AktG.

¹³Vgl. Kübler (1999), S. 243.

¹⁴Vgl. § 46 Nr. 1, 5 und 6 GmbHG; § 172 AktG; § 174 AktG. In der Aktiengesellschaft sowie in Gesellschaften mit beschränkter Haftung, die dem Mitbestimmungsgesetz unterliegen, übernimmt der Aufsichtsrat die Bestellung und Abberufung sowie die Überwachung des Vorstands. Vgl. § 84 AktG sowie § 111 Abs. 1 AktG.

¹⁵Vgl. § 38 GmbHG. Die Bestellung eines Vorstands in der Aktiengesellschaft kann hingegen nur bei Vorliegen eines wichtigen Grundes widerrufen werden. Vgl. § 84 Abs. 3 AktG.

¹⁶Vgl. § 37 Abs. 1 GmbHG sowie ausführlich Höhn (1995), S. 3-7.

¹⁷Vgl. § 37 Abs. 1 GmbHG bzw. § 76 Abs. 1 AktG.

¹⁸Vgl. Hücke (1996), S. 65-66; May (1992), S. 44-46.

¹⁹Vgl. Höhn (1995), S. 5.

schäftsführer, weil das Gesetz eine solche Position vorschreibt. Praktisch sind wir Prokuristen dieser GmbH“.²⁰ Der Vorteil der Delegation von Verfügungsmacht an gut ausgebildete (Fremd-)Manager kann, wenn Einschränkungen vorgenommen werden, die bis ins Tagesgeschäft hineinreichen, kaum zur Geltung kommen.²¹ Auch könnte die Motivation und folglich der Arbeitseinsatz eines Geschäftsführers, der entsprechenden Restriktionen unterworfen ist, geringer sein als bei eigenverantwortlich leitenden Vorständen. Andere Anreizprobleme in der Manager-Eigner-Beziehung (Consumption on the Job, Empire Building), die in Kapitel 2 näher aufgezeigt wurden, treten durch die weitreichenden Einflußmöglichkeiten der Gesellschafter jedoch in den Hintergrund. Die stärkere Kontrolle und die geringere Informationsasymmetrie lassen dem Geschäftsführer einer GmbH hierfür wesentlich weniger Spielraum als dem Vorstand einer Aktiengesellschaft.

Diese Einschätzung bezüglich der Anreizproblematik, die insbesondere auf Fremdmanager zutrifft, könnte eine gewisse Modifikation erfahren, wenn ein Gesellschafter die Möglichkeit der Selbstorganschaft nutzt,²² wie dies in vier von fünf Gesellschaften mit beschränkter Haftung in Deutschland zu beobachten ist.²³ Im Interesse (nicht nur) eines solchen geschäftsführenden Gesellschafters kann es liegen, seinen Handlungsspielraum zu erweitern. In der Satzung könnte beispielsweise das Weisungsrecht der Gesellschafter eingeschränkt oder das Zustimmungserfordernis auf außergewöhnliche Geschäftsführungsmaßnahmen beschränkt werden.²⁴ Entscheidend im Hinblick auf die Durchsetzbarkeit und das tatsächliche Vorkommen solcher Satzungsgestaltungen sind die Mehrheitsverhältnisse innerhalb der Gesellschafterversammlung beziehungsweise die Ausprägung der Beziehungen der Gesellschafter untereinander. Exakte Zahlenangaben hierzu sind schwer zu erheben, da in GmbH-Satzungen bezüglich der Modifikationen des Weisungsrechts beziehungsweise der Zustimmungserfordernisse häufig auf die Anstellungsverträge der Geschäftsführer verwiesen wird, die in der Regel einer Untersuchung nicht

²⁰Hucke (1996), S. 154.

²¹Vgl. Hucke (1996), S. 156.

²²Vgl. § 6 Abs. 3 S. 1 GmbHG.

²³Vgl. Meyer (2002), S. 181, sowie Kornblum (1994), S. 507 (Tab. 23), der für Württemberg noch höhere Anteile der Selbstorganschaft in Gesellschaften mit beschränkter Haftung ausweist.

²⁴Vgl. May (1992), S. 45.

zugänglich sind.²⁵

Unabhängig davon, wie der Gesellschaftsvertrag im einzelnen ausgestaltet ist, stehen den Gesellschaftern umfangreiche Auskunfts- und Einsichtsrechte zu, die sie jederzeit geltend machen können.²⁶ Häufig bestehen zwischen der Geschäftsführung und den Gesellschaftern aber ohnehin enge Kontakte, da einzelne Gesellschafter beispielsweise im Unternehmen tätig sind oder durch verwandtschaftliche Beziehungen mit dem geschäftsführenden Gesellschafter verbunden sind.²⁷ In konzerngebundenen Gesellschaften mit beschränkter Haftung beobachtet man umfangreiche formalisierte Reporting-Systeme, die zum Beispiel einen wöchentlichen Bericht der Geschäftsführung an die Konzernmutter vorsehen.²⁸

Angesichts der starken Stellung der Gesellschafter, das heißt, der Eigenkapitalgeber in der GmbH, liegt es nahe, daß ihr Schutz in der Rechtsform der GmbH schwächer ausgeprägt ist als der Aktionärsschutz in der Aktiengesellschaft. Beispielsweise gilt für die GmbH: „Das Gebot der Gleichbehandlung ist nicht allgemein abdingbar, wohl aber speziell verzichtbar ... Die Vertragsfreiheit hat insoweit (spezielle Abweichung) Vorrang“.²⁹ Das heißt, im Gesellschaftsvertrag oder später können (mit Zustimmung der Betroffenen) Abweichungen von der Gleichbehandlung festgelegt werden.³⁰ Der Gesetzgeber geht aufgrund der weitreichenden Einflußmöglichkeiten der Gesellschafter, aber auch aufgrund der mangelnden Fungibilität der Anteile, die aus der vorgeschriebenen notariellen Beurkundung einer Übertragung von Geschäftsanteilen folgt,³¹ sowie aufgrund des überschaubaren Gesellschafterkreises davon aus, daß sich die GmbH-Gesellschafter selbständig informieren, die Unternehmensleitung ausreichend kontrollieren und gegebenenfalls in ihrem Sinne intervenieren können.³²

Insgesamt verdeutlichen die Ausführungen, daß die Gesellschafter einer GmbH

²⁵Vgl. Kornblum (1994), S. 513.

²⁶Vgl. § 51 a GmbHG.

²⁷Vgl. Meyer (2002), S. 181.

²⁸Vgl. Hücke (1996), S. 74.

²⁹Lutter/Hommelhoff (2000), S. 286.

³⁰Insbesondere ist es möglich, Gewinnvorabauszahlungen oder eine ungleiche Verteilung des Gewinns im Einzelfall zu beschließen. Vgl. Lutter/Hommelhoff (2000), S. 283.

³¹Vgl. § 15 GmbHG.

³²Vgl. Escher-Weingart (2001), S. 102.

ihre Interessen deutlich besser durchsetzen können als die Aktionäre in einer Aktiengesellschaft. Hiervon ist insbesondere auszugehen, weil in vier von fünf Gesellschaften mit beschränkter Haftung ein Gesellschafter an der Geschäftsführung beteiligt ist oder der diskretionäre Handlungsspielraum eines Fremd-Geschäftsführers von der Gesellschafterversammlung mit ihren weitreichenden Bestellungs-, Abberufungs-, Kontroll- und Weisungsbefugnissen deutlich eingeengt wird. Die konkrete Ausgestaltung der Gesellschafter- sowie der Geschäftsführerposition wird dabei vom Inhalt des jeweiligen Gesellschaftsvertrages bestimmt. Dieser für das Innenverhältnis postulierte Grundsatz, wonach die gesetzlichen Vorschriften im Zweifel dispositiv sind und der Gesellschaftsvertrag abweichende Regelungen vorsehen kann,³³ verhindert eine allgemeine Analyse. Daher werden in Abschnitt 5.3 unterschiedliche Konstellationen angesprochen. Vor dem Hintergrund der aufgezeigten tendenziellen Interessenangleichung zwischen Management und (einzelnen) Eigenkapitalgebern sowie des schwächer ausgeprägten Eigenkapitalgeberschutzes im GmbH-Gesetz wird ein besonderes Augenmerk auf die Interessenkonflikte innerhalb der Gruppe der Gesellschafter zu richten sein.

5.2.1.2 Der schwach ausgeprägte Gläubigerschutz

Wie bereits angesprochen, beabsichtigte der Gesetzgeber, mit dem GmbH-Gesetz von 1892 eine flexible Rechtsform insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen bereitzustellen. Anders als bei den Personengesellschaften sollte bei der GmbH eine persönliche Haftung der Eigenkapitalgeber ausgeschlossen sein.³⁴ Diese vom Gesetzgeber tatsächlich realisierte Begrenzung der Haftung auf das Gesellschaftsvermögen³⁵ korrespondiert mit § 30 Abs. 1 GmbHG, wonach das zur Erhaltung des Stammkapitals erforderliche Vermögen nicht ausgeschüttet werden darf. Entsprechend hat der rechnerische Wert der Aktiva abzüglich der Verbindlichkeiten sowie der Rückstellungen nicht unter den Nennbetrag des Stammka-

³³Vgl. § 45 Abs. 1 und 2 GmbHG.

³⁴Vgl. hierzu z.B. Escher-Weingart (2001), S. 100; Kübler (1999), S. 222; May (1992), S. 14-15.

³⁵Vgl. § 13 Abs. 2 GmbHG.

pitals zu fallen.³⁶ Diese Vorschrift zur Kapitalerhaltung erweist sich als nicht allzu restriktiv, wenn man berücksichtigt, daß zwei Drittel der Gesellschaften mit beschränkter Haftung lediglich über ein Stammkapital in der Mindesthöhe von vormals 50.000 DM und heute 25.000 EUR verfügen.³⁷ Bei exakter Einhaltung der gesetzlichen Mindestnorm ist diese Mehrheit der Gesellschaften demnach lediglich 25.000 EUR von einer Überschuldungssituation entfernt. Escher-Weingart spricht in diesem Zusammenhang von der nur „rudimentäre[n] gläubigerschützende[n] Funktion“³⁸ des Mindestgarantiekapitals. Die amtlichen Zahlen zu den Unternehmensinsolvenzen in Deutschland für das Jahr 2000 unterstützen diese Einschätzung, denn von insgesamt 28.235 Insolvenzverfahren bezogen sich 15.832 auf Gesellschaften mit beschränkter Haftung, wobei hiervon an die 9.000 Verfahren mangels Masse abgewiesen wurden.³⁹ Auch der Gesetzgeber von 1892 schien sich bewußt zu sein, daß das Stammkapital mitunter keinen ausreichenden Gläubigerschutz gewähren würde. Entsprechend hat er in den §§ 26 bis 28 GmbHG die Rechtsfigur der Nachschußpflicht entwickelt. Nachschüsse sind Einlagen der Gesellschafter in Geld, die die Satzung zur Erhöhung des Gesellschaftsvermögens vorsehen und die Gesellschafterversammlung im Bedarfsfall beschließen kann.⁴⁰ Die gegenüber Aktiengesellschaften vergleichsweise niedrige Ausstattung mit gezeichnetem Kapital liegt indes nahe; sie entspricht der gesetzlichen Konzeption, die bei der GmbH von einem kleinen Gesellschafterkreis ausgeht, für den die Kapitalsammelfunktion nicht im Mittelpunkt steht.

Aus Gläubigersicht kritischer zu sehen ist die spezifische Definition des Begriffs ‚Garantievermögen‘ in der GmbH. Bei der Aktiengesellschaft wird das gesamte Vermögen als Garantievermögen betrachtet, wohingegen sich der Begriff bei der GmbH ausschließlich auf das Nettovermögen in Höhe des Stammkapitals bezieht.⁴¹ Unter Nettovermögen versteht man den rechnerischen Wert der Ak-

³⁶Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 300; Grunewald (2000), S. 357; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 390-391.

³⁷Vgl. Kornblum (1994), S. 507 (Tab. 21); Meyer (2002), S. 179, sowie § 5 Abs. 1 GmbHG.

³⁸Escher-Weingart (2001), S. 292.

³⁹Vgl. Statistisches Bundesamt (Hrsg.) (2001), S. 4-5.

⁴⁰Vgl. Lutter/Hommelhoff (2000), S. 361-368.

⁴¹Vgl. Escher-Weingart (2001), S. 109.

tiva abzüglich der Verbindlichkeiten und der Rückstellungen der Gesellschaft.⁴² Die Vermögensbindung in der Rechtsform der GmbH bleibt demnach hinter der Vermögensbindung in der Aktiengesellschaft zurück.⁴³ Während bei der Aktiengesellschaft im Grundsatz nur die Ausschüttung eines Bilanzgewinns zulässig ist,⁴⁴ können die Gesellschafter einer GmbH „bis zur Grenze des Stammkapitals über Gesellschaftsvermögen, auch zum eigenen Nutzen, grundsätzlich nach ihrem Gutdünken verfügen“.⁴⁵ Fleck spricht in diesem Zusammenhang von einem „für die GmbH eigentümliche[n] Spannungsverhältnis zwischen beschränkter Haftung und Entscheidungsfreiheit der Gesellschafter“.⁴⁶

Grundsätzlich steht es den Gesellschaftern einer GmbH in diesem Sinne frei, Gewinnvorschüsse im laufenden Geschäftsjahr zu beschließen und vor Feststellung des Jahresabschlusses eine vorweggenommene Gewinnausschüttung vorzunehmen.⁴⁷ Folgende Voraussetzungen müssen hierbei beachtet werden: Im Zeitpunkt der Auszahlung muß mit einem Jahresergebnis zu rechnen sein, das mindestens der Summe der Vorabausschüttungen entspricht, das geschützte Stammkapital darf durch die Vorabausschüttung nicht angetastet und die Gesellschaft in ihrer Existenz nicht gefährdet werden.⁴⁸ Diese Voraussetzungen entfalten kaum eine restriktive Wirkung, denn Baumbach/Hueck stellen fest, daß die Praxis der Vorabausschüttung bei Gesellschaften mit beschränkter Haftung „tatsächlich weit verbreitet“⁴⁹ ist. Es kann sogar im Gesellschaftsvertrag ein Entnahmerecht festgeschrieben werden, das die Gesellschafter berechtigt, Gewinnvorschüsse aus dem Gesellschaftsvermögen zu verlangen.⁵⁰ Eine entsprechende Regelung, die zum Beispiel vorsehen kann, daß jedem Gesellschafter monatliche Abschläge in Höhe von 2.500 Euro zu zahlen sind, ist für Kapitalgesellschaften ungewöhnlich, in der GmbH jedoch möglich.⁵¹ Damit rückt die GmbH in diesem Punkt näher an die

⁴²Der Begriff des Reinvermögens wird synonym verwendet.

⁴³Vgl. Lutter/Hommelhoff (2000), S. 391.

⁴⁴Vgl. § 58 Abs. 4 AktG in Verbindung mit § 57 AktG.

⁴⁵Fleck (1992), S. 392.

⁴⁶Fleck (1992), S. 392.

⁴⁷Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 317-318; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 382-383.

⁴⁸Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 317-318; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 382.

⁴⁹Baumbach/Hueck (2000), S. 317.

⁵⁰Vgl. Lutter/Hommelhoff (2000), S. 383.

⁵¹Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 318-319; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 383.

Personengesellschaften, deren Eigner berechtigt sind, Geld in Höhe von 4 Prozent ihres für das vergangene Geschäftsjahr festgestellten Kapitalanteils aus der Gesellschaftskasse zu entnehmen.⁵² Das Aktiengesetz verbietet hingegen eine Vorabausschüttung.⁵³ Dieses Verbot impliziert, daß das erwirtschaftete Vermögen einer Aktiengesellschaft in jedem Fall nicht vor Erstellung eines Abschlusses an die Aktionäre ausgeschüttet wird und somit zur internen Finanzierung herangezogen werden kann. Weiterhin eröffnet das Verbot der Vorabausschüttung die Möglichkeit, auf negative geschäftliche Entwicklungen, beispielsweise im letzten Quartal, mit entsprechenden Kürzungen bei den Dividendenzahlungen beziehungsweise bei den Ausschüttungen allgemein zu reagieren. In Gesellschaften mit beschränkter Haftung, die bereits vor Erstellung eines Abschlusses liquide Mittel an die Gesellschafter ausschütten, sind die beiden vorgenannten Möglichkeiten nicht in dieser Form gegeben. Die besonderen Gestaltungsmöglichkeiten zur Vorabausschüttung beziehungsweise zur Auszahlung von Gewinnvorschüssen spiegeln somit den insgesamt schwächer ausgeprägten Gläubigerschutz in der GmbH wider. In der weiteren Analyse werden diese wenig restriktiven Regelungen für die Ausschüttung in der GmbH von Bedeutung sein, zumal der Rückkauf eigener Anteile eine besondere Ausschüttungsform darstellt. Das heißt, selbst wenn der Rückkauf eigener Anteile im GmbH-Gesetz wenig restriktiv geregelt ist, sagt dies allein noch nichts über das diesem Instrument inhärente Mißbrauchspotential aus, denn alternativ könnte auch eine gewöhnliche Gewinnausschüttung erfolgen.

Abschließend bleibt festzuhalten, daß in der GmbH aufgrund der starken Position der Gesellschafter eher nicht von einer Konstellation auszugehen ist, in der die Geschäftspolitik von einem Fremdmanager bestimmt wird, dessen Interessen sich tendenziell den Interessen der Gläubiger annähern. Demnach ist eine Schädigung der Gläubiger vor dem Hintergrund der rechtlichen Normen sowie der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Rechtsform der GmbH wahrscheinlicher als in der zuvor betrachteten Aktiengesellschaft.

⁵²Vgl. § 122 HGB.

⁵³Vgl. § 57 AktG.

5.2.2 Die gesetzlichen Vorschriften zum Rückkauf eigener Geschäftsanteile

Eine Höchstgrenze oder das Vorliegen bestimmter sachlicher Gründe als Voraussetzung für einen Erwerb eigener Geschäftsanteile sieht das GmbH-Gesetz nicht vor.⁵⁴ Der Geschäftsführer beziehungsweise die Gesellschafter einer GmbH können demnach theoretisch beschließen, sämtliche Geschäftsanteile einer GmbH zurückzukaufen.⁵⁵ Im Gegensatz zum Vorstand einer Aktiengesellschaft kann die Geschäftsführung einer GmbH den Erwerb eigener Anteile grundsätzlich ohne vorherige Abstimmung mit den Gesellschaftern betreiben, sofern der Gesellschaftsvertrag eine Zustimmung der Gesellschafter zum Anteilsrückkauf nicht ausdrücklich vorsieht.⁵⁶ Die Geschäftsführung hat die Gesellschafter lediglich rechtzeitig über den beabsichtigten Erwerb zu informieren, so daß diesen genügend Zeit bleibt, eine Gesellschafterversammlung einzuberufen und den Geschäftsführer gegebenenfalls durch einen mit einfacher Mehrheit zu treffenden anderslautenden Gesellschafterbeschluß anzuweisen.⁵⁷ Auch eine Gleichbehandlung der Gesellschafter wird in der gesetzlichen Regelung zum Rückkauf eigener GmbH-Geschäftsanteile nicht explizit vorgeschrieben. Nach herrschender Meinung ist Gleichbehandlung zwar zu beachten, diese stünde „jedoch idR einer vorrangigen Erfüllung des zeitlich früheren Erwerbsgeschäfts nicht entgegen“.⁵⁸

Diese Ausführungen suggerieren, daß der Erwerb eigener Anteile im GmbH-Gesetz völlig unzureichend geregelt ist. So sind beim Erwerb eigener Geschäftsanteile Höchstgrenzen in Prozent des Stammkapitals nicht einzuhalten. Weiterhin ist das Vorliegen bestimmter sachlicher Gründe oder eines Gesellschafterbeschlusses zum Anteilsrückkauf bei der GmbH nicht zwingend vorgeschrieben. Zudem kann auch gezielt von einzelnen Gesellschaftern zurückgekauft werden; ein Angebot an

⁵⁴Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 420; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 477.

⁵⁵Die Entstehung einer solchen Keimman-GmbH hätte nach herrschender juristischer Meinung die Auflösung der Gesellschaft zur Folge. Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 363; Baumbach/Hueck (2000), S. 423; Breuninger (1991), S. 421; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 946.

⁵⁶Vgl. Lutter/Hommelhoff (2000), S. 482.

⁵⁷Vgl. Lutter/Hommelhoff (2000), S. 482. Bei der Veräußerung eigener, im Besitz der GmbH befindlicher Geschäftsanteile ist ein Beschluß der Gesellschafterversammlung hingegen erforderlich. Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 426.

⁵⁸Baumbach/Hueck (2000), S. 419.

alle Gesellschafter ist gesetzlich nicht verankert.

Aber das GmbH-Gesetz setzt dem Erwerb eigener Anteile auch Grenzen, beispielsweise auf dem Gebiet der Kapitalaufbringung und -erhaltung. Nach § 33 Abs. 1 GmbHG ist der Erwerb eigener Geschäftsanteile, auf die die Einlagen noch nicht vollständig geleistet sind, verboten.⁵⁹ Diese zwingende Vorschrift kann der Gesellschaftsvertrag im Kern auch nicht modifizieren; lediglich eine Verschärfung der Beschränkungen des § 33 GmbHG kann die Satzung vorsehen.⁶⁰ Der Rückkauf voll eingezahlter Geschäftsanteile ist grundsätzlich zulässig. Folgende Beschränkungen sind nach § 33 Abs. 2 GmbHG jedoch zu beachten: Der Rückkauf hat zum ersten aus freiem Vermögen zu erfolgen. Hierunter wird Vermögen verstanden, das nicht zur Deckung des Fremdkapitals inklusive der Rückstellungen und des Stammkapitals benötigt wird. Entsprechend definiertes Vermögen ist demnach ungebundenes oder freies Vermögen, das für Ausschüttungen zur Verfügung steht. Zum zweiten ist die Bildung der nach § 272 Abs. 4 HGB erforderlichen Sonderrücklage für eigene Anteile aus freien Passivpositionen, das heißt, einem Jahresüberschuß, einem Gewinnvortrag oder freien Gewinnrücklagen, im nächsten Jahresabschluß sicherzustellen.⁶¹ Diese Sonderrücklage auf der Passivseite, deren Bildung für die GmbH erst seit 1.1.1986 gesetzlich vorgeschrieben ist, gewährleistet, daß auf der Aktivseite ausgewiesene eigene Anteile bei der Berechnung des freien, potentiell ausschüttungsfähigen Gesellschaftsvermögens nicht berücksichtigt werden.⁶² Der

⁵⁹Dieses Verbot bezieht sich auf jede Form des Erwerbs, demnach auch den unentgeltlichen Erwerb durch Schenkung oder Vermächtnis, da es dem Gesetzgeber allein auf das für die Gesellschaft nachteilige Erlöschen der Einlageforderung durch Konfusion ankommt. Vgl. Lutter/Hommelhoff (2000), S. 476. Weiterhin ist die Inpfandnahme von Geschäftsanteilen durch die Gesellschaft seit Inkrafttreten der GmbH-Novelle von 1980 dem Erwerb ausdrücklich gleichgestellt. Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 417-418; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 480.

⁶⁰Die Rechtsfolgen bei einem Verstoß gegen § 33 Abs. 1 GmbHG sind eindeutig. Sowohl das schuldrechtliche Geschäft als auch das Verfügungsgeschäft sind nichtig, sofern Geschäftsanteile zurückgekauft werden, auf die die Einlagen nicht vollständig geleistet sind; der veräußernde Gesellschafter bleibt Schuldner der Einlage und Inhaber des Geschäftsanteils. Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 361, S. 367; Baumbach/Hueck (2000), S. 418; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 476-477.

⁶¹Die zweite Voraussetzung ist mit dem Bilanzrichtlinien-Gesetz vom 19.12.1985, das am 1.1.1986 in Kraft trat, in das GmbHG eingefügt worden. Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 360-362. Die Erstellung eines Zwischenabschlusses ist vom Gesetz nicht vorgeschrieben. Vgl. Lutter/Hommelhoff (2000), S. 478.

⁶²Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 419. Vgl. zu den Rechtsfolgen bei einem Verstoß gegen die Voraussetzungen gemäß § 33 Abs. 2 GmbHG Baumbach/Hueck (2000), S. 420-421; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 479.

Ausweis der grundsätzlich aktivierungsfähigen und aktivierungspflichtigen eigenen Anteile hat im Umlaufvermögen zu erfolgen.⁶³ Die Rechte aus eigenen Geschäftsanteilen werden im GmbH-Gesetz nicht explizit erwähnt, nach herrschender Meinung ruhen sie jedoch.⁶⁴ Diese Auffassung wurde vom Bundesgerichtshof allerdings erst im Jahre 1995 bestätigt.⁶⁵ Sobald die eigenen Anteile veräußert werden, leben Stimmrechte, Gewinnbezugsrechte und Bezugsrechte – genau wie in der Aktiengesellschaft – wieder auf.⁶⁶

Insgesamt wird deutlich, daß der Gesetzgeber den Erwerb eigener Geschäftsanteile weniger restriktiv regelt als den Erwerb eigener Aktien. Gewisse Grenzen setzt jedoch auch das GmbH-Gesetz beziehungsweise die Rechtsprechung. Geschäftsanteile dürfen von der Gesellschaft nur dann erworben werden, wenn die Einlagen vollständig geleistet sind.⁶⁷ Der Kaufpreis ist aus ungebundenem Vermögen aufzubringen.⁶⁸ Die Regelungen zur Bildung einer Sonderrücklage für eigene Anteile auf der Passivseite finden analoge Anwendung.⁶⁹ Schließlich ruhen die Rechte aus eigenen Anteilen.⁷⁰

5.2.3 Zwischenfazit

Am Ende von Kapitel 2 wurde festgehalten, daß in einer idealtypischen Aktiengesellschaft Manager und Gläubiger, für die eine Insolvenzvermeidung übergeordnetes Ziel ist, einem Aktienrückkauf eher kritisch gegenüberstehen. Nur wenn das

⁶³Vgl. § 266 Abs. 2 HGB.

⁶⁴Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 363; Baumbach/Hueck (2000), S. 425-426, S. 990; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 483.

⁶⁵Vgl. Brandes (1998), S. 10.

⁶⁶Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 425-426; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 483.

⁶⁷Vgl. § 33 Abs. 1 GmbHG.

⁶⁸Vgl. § 33 Abs. 2 S. 1 GmbHG. Eine Lockerung bezüglich der skizzierten Erwerbsvoraussetzungen hat das GmbHG im Jahre 1994 mit dem Inkrafttreten des Gesetzes zur Bereinigung des Umwandlungsrechts dahin gehend erfahren, daß gemäß § 33 Abs. 3 GmbHG ein Minderheitsgesellschafter, der förmlich Widerspruch gegen einen Umwandlungsvorgang eingelegt hat, innerhalb einer sechsmonatigen Ausschlussfrist seinen Geschäftsanteil auch dann an die Gesellschaft veräußern darf, wenn die Einlage noch nicht vollständig geleistet ist und/oder die Gesellschaft den Erwerbspreis nur aus gebundenem Vermögen aufbringen kann. Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 421-423; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 480-481.

⁶⁹Vgl. § 272 Abs. 4 HGB.

⁷⁰Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 363; Baumbach/Hueck (2000), S. 425-426; Brandes (1998), S. 10; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 483.

Management aufgrund bestimmter Entlohnungsstrukturen, wirtschaftlicher Rahmenbedingungen oder politischer Interventionen aus dem tendenziellen Schulterschluß mit den Fremdkapitalgebern herausgelöst wird und sich dadurch den Interessen der Eigenkapitalgeber stärker annähert, dürften Anteilsrückkäufe in der Aktiengesellschaft häufiger zu beobachten sein.

Das Beziehungs- und Interessengeflecht zwischen Managern, Eignern und Gläubigern in der GmbH weicht nun deutlich von diesen Vorstellungen einer idealtypischen Kapitalgesellschaft ab. Insbesondere die wesentlich stärkere Stellung der Gesellschafter, die gegenüber den Geschäftsführern weisungsbefugt sind, fällt ins Auge. Der Handlungsspielraum eines Fremdmanagements ist dadurch in der GmbH spürbar eingeschränkt. Es dürfte einem Fremdgeschäftsführer daher kaum gelingen, gegen den Willen der Gesellschafter eine Geschäftspolitik durchzusetzen, die in der Tendenz eher den Interessen der Gläubiger entspricht. Ist der Geschäftsführer, wie dies sehr häufig beobachtet werden kann, selbst ein Gesellschafter, erscheint die stärkere Annäherung zwischen Management und Eigenkapitalgebern noch offensichtlicher.

Das Potential für ein gläubigerschädigendes Verhalten, das auch einen Rückkauf eigener Anteile umfassen kann, dürfte vor diesem Hintergrund in Gesellschaften mit beschränkter Haftung größer sein als in Aktiengesellschaften. Aufgrund der vielfach starken Position einzelner Gesellschafter ist jedoch auch eine Schädigung anderer Gesellschafter nicht auszuschließen. Im folgenden soll daher sowohl eine potentielle Schädigung von Fremdkapitalgebern als auch eine potentielle Schädigung einzelner (nicht-geschäftsführender) Gesellschafter berücksichtigt werden.

Weiterhin kann an dieser Stelle bereits festgehalten werden, daß die rechtlichen Regelungen zum Anteilsrückkauf den schwach ausgeprägten Gläubigerschutz sowie die insgesamt weitreichenden Möglichkeiten der Gewinnausschüttung innerhalb der Rechtsform der GmbH reflektieren. Die Vorschriften zur Kapitalerhaltung sind beim Rückkauf eigener Anteile indes nicht weniger restriktiv als bei der ebenfalls angesprochenen Vorabausschüttung. Im Falle von Gewinnvorschüssen müssen folgende Voraussetzungen erfüllt sein: Im Auszahlungszeit-

punkt ist ein Jahresergebnis in Höhe der Summe der gewährten Vorschüsse zu erwarten; das gemäß § 30 GmbHG geschützte Stammkapital darf nicht verletzt werden; die Vorabausschüttungen dürfen daher nur aus freiem Vermögen erfolgen.⁷¹ In vergleichbarer Weise regelt § 33 GmbHG die Voraussetzungen für einen Erwerb eigener Anteile. Der Rückkauf hat aus freiem Vermögen zu erfolgen.⁷² Lutter/Hommelhoff legen folgende Kontrollfrage nahe: „Könnte in Höhe der Gegenleistung auch eine Ausschüttung an die G[esellschaft]ter stattfinden . . . , verfügt die Gesellschaft insoweit über ausschüttungsfähige Rücklagen oder festgestellten Bilanzgewinn?“⁷³ Eine Parallele zwischen den Voraussetzungen einer gewöhnlichen Gewinn- oder Gewinnvorabausschüttung wird von den Autoren somit explizit gezogen. Die Bildung einer Sonderrücklage nach § 272 Abs. 4 HGB im nächsten Jahresabschluß ist sicherzustellen.⁷⁴ Diese Sonderrücklage für eigene, im Aktivvermögen ausgewiesene Anteile sorgt dafür, daß in Folgejahren eigene Geschäftsanteile bei der Berechnung des freien Vermögens nicht berücksichtigt werden. Bei einer gewöhnlichen Ausschüttung besteht für eine entsprechende Rücklagenbildung keine Notwendigkeit, da diese Ausschüttungen in der Bilanz als Vermögensminderung abgebildet werden.

Schließlich machen beide Formen der Ausschüttung eine gewisse Prognose des Geschäftsführers erforderlich. Im Kern ist jeweils das voraussichtliche Jahresergebnis abzuschätzen. Hierzu solle bei der Gewinnvorabausschüttung eine „bilanzähnliche Vorausberechnung“⁷⁵ erfolgen beziehungsweise ist beim Erwerb eigener Aktien die „Erstellung eines Zwischenabschlusses“⁷⁶ sinnvoll. Gesetzlich sind jedoch in beiden Fällen keinerlei Vorgaben verankert.

Angesichts der aufgezeigten Vergleichbarkeit der gesetzlichen Vorschriften zur Kapitalerhaltung bei der Gewinnvorabausschüttung einerseits und beim Erwerb eigener GmbH-Anteile andererseits bleibt es im nächsten Abschnitt nach Unter-

⁷¹Vgl. Lutter/Hommelhoff (2000), S. 382.

⁷²Vgl. § 33 Abs. 2 S. 1 GmbHG.

⁷³Lutter/Hommelhoff (2000), S. 478.

⁷⁴Vgl. § 33 Abs. 2 S. 1 GmbHG.

⁷⁵Lutter/Hommelhoff (2000), S. 382.

⁷⁶Lutter/Hommelhoff (2000), S. 478.

schieden auf anderen Gebieten und damit möglichen Motiven für den Rückkauf eigener Anteile in der Rechtsform der GmbH zu suchen.

5.3 Die Auswirkungen des Rückkaufs eigener Geschäftsanteile auf verschiedene Interessengruppen

5.3.1 Die Motive für den Rückkauf eigener Geschäftsanteile – eine erste Einschätzung

In Kapitel 2 wurde der Aktienrückkauf als ein Instrument zum Abbau von überschüssiger Liquidität, das nach US-amerikanischen Untersuchungen regelmäßig zu Aktienkurssteigerungen führte, diskutiert. Weiterhin wurde dem Aktienrückkauf eine gewisse Signalwirkung zugeschrieben. Für die Rechtsform der GmbH besitzen diese Aspekte aus verschiedenen Gründen wenig Relevanz. Zunächst entfallen Kurswertsteigerungen als mögliche positive Wirkung von Anteilsrückkäufen, da GmbH-Geschäftsanteile nicht an einer Börse gehandelt werden können. Weiterhin sind Gesellschaften mit beschränkter Haftung in der Mehrheit durch eine stark personalistische Struktur geprägt. Die Informationen, daß drei Viertel aller Gesellschaften mit beschränkter Haftung Ein- oder Zwei-Personen-Gesellschaften sind sowie daß 80 Prozent der Gesellschaften in Deutschland von einem geschäftsführenden Gesellschafter geleitet werden, belegen dies.⁷⁷ Die hieraus folgende tendenzielle Interessenangleichung beziehungsweise der regelmäßige und häufig enge Kontakt zwischen Geschäftsführung und Gesellschaftern lassen ein aufwendiges Signalling über den Erwerb eigener Anteile entbehrlich erscheinen.

Von eher geringer praktischer Relevanz oder modifizierter Relevanz dürfte aufgrund der tendenziell anderen Manager-Eigner-Konstellation in der GmbH auch der Argumentationsstrang sein, wonach eigene Anteile zur Vorbereitung der Ausgabe von Optionen oder Aktien an leitende Mitarbeiter beziehungsweise zur Vorbereitung eines Unternehmenszusammenschlusses erworben werden. Nicht zu-

⁷⁷Vgl. Meyer (2002), S. 179, S. 181.

letzt das Erfordernis eines in notarieller Form geschlossenen Vertrages zur Abtretung von Geschäftsanteilen⁷⁸ läßt es aufgrund der hohen damit verbundenen Kosten für eine GmbH unattraktiv erscheinen, einer breiten Ebene von leitenden Angestellten ausschließlich unter Motivationsaspekten einen Geschäftsanteil zu übertragen. Für einen Mitarbeiter besitzt ein entsprechender Geschäftsanteil aufgrund der mangelnden Fungibilität wiederum einen geringeren Wert als marktfähige Aktien oder Aktienoptionen. Im Zuge von Nachfolgeregelungen oder der Herstellung einer Interessenkongruenz zwischen den Eignern und einem (Fremd-)Manager, den man als vollwertigen Gesellschafter an sämtlichen Rechten beteiligen möchte, könnte man jedoch den Erwerb eigener Geschäftsanteile, beispielsweise von einem ausscheidenden Gesellschafter-Geschäftsführer, sowie eine anschließende Übertragung dieser Geschäftsanteile auf den (Fremd-)Geschäftsführer durchaus in Erwägung ziehen. Von zentraler Bedeutung dürfte dieses Motiv jedoch nicht sein, zumal der Fremdmanager auch durch einen direkten Verkauf der Anteile beteiligt werden könnte.

Der Erwerb eigener GmbH-Anteile zur Vorbereitung eines Unternehmenszusammenschlusses erscheint auf den ersten Blick nicht abwegig, wird aber in der Literatur kaum beziehungsweise gar nicht erwähnt. Vermutlich wirken die stark personalistische Struktur, die im Durchschnitt geringere wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der Gesellschaften mit beschränkter Haftung im Vergleich zu Aktiengesellschaften, aber auch die mangelnde Fungibilität der Geschäftsanteile einem Bedeutungsgewinn dieses Motivs entgegen. Eine gewisse Bedeutung kommt dem Rückkauf eigener Geschäftsanteile bei der Abfindung von widersprechenden Minderheitsgesellschaftern bei Verschmelzungen, Spaltungen oder Rechtsformwechseln zu. Mit der Anfügung des Abs. 3 in § 33 GmbHG im Jahre 1994 hat der Gesetzgeber die diesbezügliche Zulässigkeit des Erwerbs eigener Anteile erweitert. Der Rückkauf eigener Geschäftsanteile dient in diesem Kontext nicht primär dem Erwerb einer Akquisitionswährung; vielmehr soll einem Minderheitsgesellschafter, der einem Umwandlungsvorgang förmlich widersprochen hat, innerhalb

⁷⁸Vgl. § 15 GmbHG.

einer sechsmonatigen Ausschußfrist der Geschäftsanteil auch dann von der Gesellschaft abgekauft werden können, wenn die Einlage nicht vollständig geleistet ist und/oder die Gesellschaft den Erwerbspreis nur aus gebundenem Vermögen aufbringen kann.⁷⁹

Diese Art der Abfindung von Minderheitsgesellschaftern, die gegen einen Umwandlungsvorgang stimmen, entspricht einem Anteilsrückkauf, der durchgeführt wird, um dem Management oder anderen Gesellschaftern unliebsame Gesellschafter auszukaufen oder Gesellschafter auszukaufen, deren Beteiligung sich negativ auf den Marktwert der Unternehmung auswirkt – ein Motiv, das in der GmbH weit verbreitet ist. Denn neben der angesprochenen Rückkaufmöglichkeit bei Umwandlungsvorgängen findet man in zahlreichen Gesellschaftsverträgen – Lutz spricht von einer „geradezu standardisierte[n] Satzungsregelung“⁸⁰ – Klauseln, die eine Einziehung oder eine Abtretung von Geschäftsanteilen vorsehen, wenn über das Vermögen des Gesellschafters ein Insolvenzverfahren eröffnet wird, wenn der Geschäftsanteil eines Gesellschafters gepfändet wird oder wenn in der Person des Gesellschafters ein wichtiger Grund liegt, der eine Ausschließung rechtfertigt.⁸¹ Anteilsrückkäufe können demnach dazu dienen, unliebsame Gesellschafter aus der Gesellschaft auszuschließen oder das Eindringen von vermeintlich unliebsamen Gesellschaftern, beispielsweise im Zuge einer Gesamtrechtsnachfolge oder eines Insolvenzverfahrens, zu verhindern.

Schließlich wird für die GmbH das innerhalb des historischen Kapitels formulierte Argument eines Anteilsrückkaufs zur Verschiebung von Unternehmensvermögen in das haftungsgeschützte Privatvermögen der Gesellschafter von Bedeutung sein. Eine solche Motivation wird man insbesondere angesichts einer drohenden Insolvenz nicht ausschließen können. In der Rechtsform der GmbH kommt verschärfend hinzu, daß eine Konkretisierung und Objektivierung des Preises von Geschäftsanteilen über einen organisierten Markt fehlt. Die Bemessung des Rückkaufpreises birgt insofern nicht nur in einer wirtschaftlich kritischen Situation, sondern

⁷⁹Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 421-423; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 480-481.

⁸⁰Lutz (2001), S. 61.

⁸¹Vgl. Lutz (2001), S. 62-63.

auch ganz allgemein ein erhebliches Konfliktpotential. Zudem sind gezielte Anteilsrückkäufe in der Rechtsform der GmbH gesetzlich nicht verboten.

Es stellt sich vor dem Hintergrund des insgesamt schwach ausgeprägten Gläubigerschutzes allerdings die Frage, ob der Rückkauf eigener Anteile in der Rechtsform der GmbH tatsächlich die einzige und die beste Möglichkeit zu Vermögensverschiebungen von der Gesellschaft zu den Gesellschaftern beziehungsweise zu einzelnen Gesellschaftern darstellt. Dieser und den zuvor aufgeworfenen Fragen wird im folgenden nachgegangen.

5.3.2 Das Potential zur Schädigung von Gläubigern im Zuge eines Rückkaufs eigener Geschäftsanteile

In einer wirtschaftlich ruhigen Situation ist bei Einhaltung der Vorschriften zur Kapitalerhaltung⁸² sowie zur Bildung der Sonderrücklage für eigene Anteile⁸³ eine unmittelbare Schädigung der Gläubiger durch den Erwerb eigener Geschäftsanteile nicht zu erwarten. Die Vorschrift zur Bildung der Sonderrücklage hat jedoch erst am 1.1.1986 in das GmbH-Gesetz Eingang gefunden,⁸⁴ wobei der Bundesgerichtshof bereits 1956 im Ergebnis feststellte, daß eigene Anteile nicht als freies Vermögen zu berücksichtigen sind.⁸⁵ Vor dieser Zeit war es de facto möglich, mehr als das freie Vermögen auszuschütten, da eigene Anteile bilanziell wie gewöhnliche Vermögensgegenstände behandelt und bei der Ermittlung des für Ausschüttungen zur Verfügung stehenden freien Vermögens jeweils berücksichtigt werden konnten.⁸⁶ Auch ein erneuter Rückkauf eigener Anteile war demnach auf der Basis von Vermögen möglich, das im Zuge eines vorangegangenen Anteilsrückkaufs bereits aus der Gesellschaft ausgeschüttet worden war. Einer gläubigerschädigenden Aushöhlung des Gesellschaftsvermögens im Zuge des Erwerbs eigener Anteile war vor 1956 demnach keine Grenze gesetzt. Erst mit dem Urteil des Bundesgerichtshofs und letztlich mit der Einführung der gesetzlichen Vorschrift zur Bildung

⁸²Vgl. § 30 Abs. 1 GmbHG, § 33 Abs. 1 GmbHG.

⁸³Vgl. § 33 Abs. 2 S. 1 GmbHG.

⁸⁴Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 360-362.

⁸⁵Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 419.

⁸⁶Vgl. Lutter/Hommelhoff (2000), S. 478.

einer Sonderrücklage für eigene GmbH-Geschäftsanteile im Jahre 1986 wurde von der Rechtsprechung beziehungsweise vom Gesetzgeber bestätigt, daß eigene Anteile bei der Ermittlung des zur Erhaltung des Stammkapitals erforderlichen Vermögens nicht eingerechnet werden dürfen.⁸⁷ Das heißt, daß die Aktiva ausschließlich der eigenen Geschäftsanteile zur Deckung des Fremdkapitals einschließlich der Rückstellungen sowie des Stammkapitals ausreichen müssen. Demnach können die gesetzlichen Vorschriften zum Gläubigerschutz durch den Rückkauf eigener Anteile nicht mehr unterlaufen werden. Gleichwohl impliziert der Rückkauf eigener GmbH-Geschäftsanteile aufgrund des Vermögensabflusses eine Reduzierung der Haftungsmasse und damit eine Schlechterstellung der Gläubiger. Eine gewöhnliche Gewinnausschüttung oder Vorabauschüttung hat in dieser Hinsicht jedoch die gleiche Wirkung.

In bezug auf die Rechtsform der GmbH & Co. KG⁸⁸ kann an dieser Stelle noch festgehalten werden, daß es auf einem Umweg über diese Rechtsform sogar bis ins Jahr 2000 möglich war, indirekt eigene Anteile zu erwerben, ohne eine Sonderrücklage bilden zu müssen. Für den Erwerb von Geschäftsanteilen der Komplementär-GmbH durch die Kommanditgesellschaft, der deutliche Parallelen aufweist zum unmittelbaren Erwerb eigener GmbH-Geschäftsanteile durch eine GmbH, ist die Bildung einer Sonderrücklage beziehungsweise eines Ausgleichspostens für aktivierte eigene Anteile nämlich erst seit Erlaß des Kapitalgesellschaften- und Co-Richtlinie-Gesetz vom 24.2.2000 vorgeschrieben.⁸⁹ Die oben skizzierte Gefahr eines gläubigerschädigenden Verhaltens durch einen (indirekten) Rückkauf eigener Anteile war in der GmbH & Co. KG demnach bis in das Jahr 2000 vorhanden.⁹⁰

Nachdem eine Sonderrücklage heute sowohl für den Rückkauf eigener Anteile in der GmbH als auch für den Rückkauf von Geschäftsanteilen der Komplementär-

⁸⁷Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 300-301; Baumbach/Hueck (2000), S. 419.

⁸⁸Die GmbH & Co. KG ist eine Kommanditgesellschaft (KG), an der eine GmbH als Komplementär beteiligt ist. Vgl. Kübler (1999), S. 295.

⁸⁹Vgl. § 264c Abs. 4 HGB; Baumbach/Hueck (2000), S. 592-593.

⁹⁰Diese Einschätzung trifft insbesondere auf die sogenannte Einheitsgesellschaft zu. Die Einheits-GmbH & Co. KG ist dadurch charakterisiert, daß die Kommanditgesellschaft Inhaberin sämtlicher Geschäftsanteile der Komplementär-GmbH ist. Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 366; Baumbach/Hueck (2000), S. 33, S. 423-424; Kübler (1999), S. 297. Zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang auch die Vorschrift des § 172 Abs. 6 HGB.

GmbH durch die Kommanditgesellschaft in der GmbH & Co. KG vorgeschrieben ist, sollten die Gläubiger in dieser Hinsicht geschützt sein. Es ist jedoch zu berücksichtigen, daß die Sonderrücklage erst im Jahresabschluß gebildet werden muß. Dieser zeitliche Spielraum könnte vor dem Hintergrund der Informationsasymmetrie zwischen Gläubigern und Gesellschaftern zum Schaden der Gläubiger ausgenutzt werden. Den Gesellschaftern könnte es beispielsweise im nahen zeitlichen Umfeld einer Insolvenz noch gelingen, einen Geschäftsanteil durch die Gesellschaft erwerben zu lassen. Eine solche Vorgehensweise wäre Ausdruck des Versuchs, Betriebsvermögen in das haftungsgeschützte Privatvermögen zu transferieren. Mit einer entsprechenden Veräußerung von Geschäftsanteilen im Vorfeld einer Insolvenz und der dadurch in Höhe des Erwerbspreises entstehenden Forderung gegenüber der Gesellschaft treten die Gesellschafter in direkte Konkurrenz zu den übrigen Gesellschaftsgläubigern. Denn wenn sämtliche Geschäftsanteile bereits einen Wert nahe Null haben, geht die Zahlung eines erhöhten Erwerbspreises aus dem Gesellschaftsvermögen zu Lasten der Altgläubiger.

Diese potentiellen Interessenkonflikte zwischen Gesellschaftern und Gläubigern einer GmbH sind im Kontext von Anteilsrückkäufen realistische Szenarien. Dies belegt unter anderem ein vor dem Bundesgerichtshof verhandelter Fall, der mit Urteil vom 29.6.1998 entschieden wurde.⁹¹ In dem betrachteten Verfahren klagte eine ehemalige Gesellschafterin, die ihren Geschäftsanteil wirksam auf die GmbH übertragen hatte, auf Zahlung des vereinbarten Erwerbspreises. Zum Zeitpunkt der gerichtlichen Klärung befand sich die Gesellschaft jedoch bereits im Gesamtvollstreckungsverfahren. Der Bundesgerichtshof stellte hierzu fest: „... nach Eröffnung des Gesamtvollstreckungsverfahrens sind alle noch offenen Entgeltansprüche aus dem Geschäftsanteilserwerb dem nach § 33 Abs. 2 GmbHG freien Vermögen gegenüberzustellen. Da die Summe der noch offenen Entgelte dieses freie Vermögen übersteigt, dürfen die Verträge nicht erfüllt werden“.⁹² Demnach ist im Gesamtvollstreckungsverfahren eine Schädigung der Gläubiger durch noch nicht erfolgte Zahlungen für den Rückkauf eigener Anteile nicht mehr möglich.

⁹¹Vgl. hierzu Bundesgerichtshof (1998).

⁹²Bundesgerichtshof (1998).

Fließt der Rückkaufpreis jedoch früher, insbesondere vor Eröffnung eines Insolvenzverfahrens, aus dem Unternehmensvermögen an den Anteilsveräußerer, ist eine Schmälerung der Haftungsbasis und damit eine Schädigung der Gläubiger möglich. Es stellt sich aber die Frage, ob beziehungsweise inwieweit der Erwerb eigener Anteile einer gewöhnlichen Gewinnausschüttung oder Vorabauschüttung aus Gesellschaftersicht überlegen ist.

In der Rechtsform der GmbH könnte ein gezielter Rückkauf eigener Geschäftsanteile aus Anteilseignersicht zusätzlich dadurch interessant werden, daß ein Gesellschafter, der sich von seinem Geschäftsanteil trennt, in der Folge auch nicht mehr nachschußpflichtig ist. Denn: „Schuldner der eingeforderten Nachschüsse sind die bei Fälligkeit angemeldeten Gesellschafter; frühere haften nicht“.⁹³ In diesem Zusammenhang ist jedoch anzumerken, daß die Rechtsfigur des Nachschusses, die im Kern einer Erhöhung der Haftungsmasse für die Gläubiger dienen sollte, in der Praxis nur geringe Bedeutung erlangt hat.⁹⁴ Stattdessen hat sich das insgesamt flexiblere Gesellschafterdarlehen durchgesetzt.⁹⁵ Dem Verbot der Rückforderung eines eigenkapitalersetzenden Gesellschafterdarlehens kann sich ein Gesellschafter jedoch nicht dadurch entziehen, daß er seine Anteile veräußert. Entscheidend ist, daß die Gesellschaftereigenschaft im Zeitpunkt der Gewährung des eigenkapitalersetzenden Gesellschafterdarlehens vorlag; „Spätere Änderungen, sowohl Ausscheiden als Gesellschafter wie Abtretung des Rückzahlungsanspruchs, heben [die] Eigenschaft als kapitalersetzendes Gesellschafterdarlehen nicht auf; diese prägt [den] Inhalt des Anspruchs auf Dauer“.⁹⁶ Einen zusätzlichen Vorteil, der aus Gläubigersicht einen Nachteil darstellt, genießt der Veräußerer von Geschäftsanteilen demnach nur im Bereich der Nachschußpflicht. Eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen können hingegen auch von einem ausgeschiedenen Gesellschafter nicht ohne weiteres abgezogen werden und stellen im Insolvenzverfahren

⁹³Lutter/Hommelhoff (2000), S. 363.

⁹⁴Vgl. § 26 GmbHG; Altmeppen/Roth (1997), S. 268-271; Baumbach/Hueck (2000), S. 288-290; Hommelhoff/Kleindiek (1992), S. 421-424; Kornblum (1994), S. 508 (Tab. 25); Lutter/Hommelhoff (2000), S. 362-364. Neben der statutarischen Festlegung einer Nachschußpflicht ist für die Entstehung einer Nachschußpflicht ein entsprechender Beschluß der Gesellschafterversammlung unabdingbar.

⁹⁵Vgl. Hommelhoff/Kleindiek (1992), S. 422-424.

⁹⁶Baumbach/Hueck (2000), S. 381.

lediglich nachrangig zu befriedigende Forderungen dar.⁹⁷

Schließlich könnte aus Gläubigersicht die fehlende Höchstgrenze in bezug auf den Anteilsrückkauf in der GmbH als äußerst problematisch angesehen werden. Letztlich ist jedoch nicht der Anteil des Stammkapitals, der von der Gesellschaft selbst erworben wird, von übergeordneter Bedeutung, sondern der Kaufpreis, der für einen Anteil gezahlt wird, und damit die Höhe des Vermögens, das abfließt. Die Bewertungsproblematik ist in der GmbH besonders ausgeprägt, da es keine Marktpreise für die Gesellschaft insgesamt und folglich auch nicht für die einzelnen Geschäftsanteile gibt. Die Zahlung eines überhöhten Rückkaufpreises, die durch eine gezielte Auswahl und Beeinflussung von Gutachtern legitimiert werden könnte, ist daher ein zentrales Problem beim Rückkauf eigener GmbH-Geschäftsanteile. Während Dritte oder andere Gesellschafter als Erwerber einen überhöhten Kaufpreis eher nicht zahlen würden, könnte beim Erwerb eigener Anteile insbesondere ein Gesellschafter-Geschäftsführer einen überhöhten Rückkaufpreis erzielen und damit in einer Unternehmenskrise die Gläubiger schädigen. Wie oben aufgezeigt ist das Schädigungspotential hierbei jedoch nicht wesentlich größer einzuschätzen als bei einer gewöhnlichen Gewinn- oder Gewinnvorabausschüttung. Das Schädigungspotential gegenüber anderen Gesellschaftern könnte beim Rückkauf eigener Anteile hingegen größer sein. Im folgenden Abschnitt soll dies genauer untersucht werden.

5.3.3 Das Potential zur Schädigung von anderen Gesellschaftern im Zuge eines Rückkaufs eigener Geschäftsanteile

Aufgrund der eher geringen Publizitätspflichten von Gesellschaften mit beschränkter Haftung sind nur wenige Details zu Rückkäufen eigener GmbH-Geschäftsanteile in der Öffentlichkeit bekannt. Kommt es im Zuge eines rechtsgeschäftlichen Erwerbs eigener Anteile oder im Zuge einer Anteilsveräußerung zu Streitigkeiten oder Konflikten zwischen den Parteien, so erfährt die Öffentlichkeit

⁹⁷Vgl. Goette (2001), S. 127; Grunewald (2000), S. 364.

bei größeren Gesellschaften mit beschränkter Haftung zuweilen Einzelheiten.⁹⁸

Entsprechenden Veröffentlichungen kann man entnehmen, daß in der Beziehung zwischen Gesellschaftern beziehungsweise Gesellschaftergruppen insbesondere die Festlegung des Rückkaufpreises Konfliktpotential birgt. Es existieren – wie bereits angesprochen – keinerlei Börsenpreise für eine GmbH. Somit muß der Unternehmenswert auf der Basis von Gutachten ermittelt werden, wobei sich die Rechtsprechung bisher nicht auf eines der in der Praxis gängigen Bewertungsverfahren festgelegt hat.⁹⁹ In der Regel wird die Ertragswertmethode zum Einsatz kommen, in Ausnahmefällen, zum Beispiel bei sehr ertragschwachen Unternehmen oder bei Unternehmen, die über ein hohes nicht betriebsnotwendiges Vermögen verfügen, die Substanzwertmethode.^{100,101} Auch Juristen bezeichnen die derzeitige Rechtslage bezüglich der Festlegung der Höhe einer Abfindung oder eines Rückkaufpreises sowie der Auszahlungsmodalitäten als „für die Praxis sehr wenig erfreulich“.¹⁰²

Das Konfliktpotential kann dadurch verschärft werden, daß sich zum Beispiel Mehrheits- und Minderheitsgesellschafter oder geschäftsführende und nicht-geschäftsführende Gesellschafter gegenüberstehen. Ein geschäftsführender Gesellschafter könnte sich aufgrund seines privilegierten Informationsstandes zum Beispiel bei einer sich für ihn abzeichnenden kritischen Unternehmenslage von seinen Geschäftsanteilen zu trennen versuchen und somit den übrigen Gesellschaftern zuvorkommen.

⁹⁸Derzeit beschäftigt beispielsweise der Erbstreit bei Giesecke & Devrient, einem in der Rechtsform der GmbH geführten Konzern, der im Bereich des Banknotendrucks sowie der Entwicklung moderner Zahlungs- und Sicherheitssysteme tätig ist, das Münchner Landgericht. Im Kern geht es in diesem Rechtsstreit darum, daß die Brüder Yorck und Tillmann Otto, die von den Schwestern und heutigen Firmeneigentümerinnen Claudia Miller und Verena von Mitschke-Collande ausbezahlt wurden, die Unternehmensbewertung, auf deren Grundlage sie 1994 abgefunden wurden, in Zweifel ziehen. Vgl. Sturm (2002).

⁹⁹Vgl. Lutter/Hommelhoff (2000), S. 503.

¹⁰⁰Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 435-436; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 503-504. Zur Problematik der Unternehmensbewertung vgl. Drukarczyk (2001); Moxter (1983).

¹⁰¹Im Fall der Firma Giesecke & Devrient wird der in Abzug gebrachte Ansatz für die Berücksichtigung von Steuerschulden sowie Nachzahlungsverpflichtungen gegenüber der Bundesbank wegen Schlechterfüllung von Aufträgen von den Brüdern als zu hoch angesehen. Vgl. Sturm (2002).

¹⁰²Lutter/Hommelhoff (2000), S. 508.

Diese potentiellen Interessenkonflikte zwischen Gesellschaftern untereinander kamen in dem oben angesprochenen, vor dem Bundesgerichtshof verhandelten Fall ebenfalls zur Geltung.¹⁰³ Bis zur Verhandlung, in der die ehemalige Gesellschafterin auf Zahlung des vereinbarten Erwerbspreises klagte, hatten nämlich auch weitere Gesellschafter ihren Geschäftsanteil an die GmbH abgetreten. Der Bundesgerichtshof stellte hierzu fest, daß es auf die zeitliche Reihenfolge beim Erwerb eigener Anteile nach Eröffnung des Gesamtvollstreckungsverfahrens nicht mehr ankomme. Eine Befriedigung der Gesellschafterin, die ihren Anteil zuerst übertragen hatte, käme selbst dann nicht mehr in Betracht, wenn die Voraussetzungen des § 33 Abs. 2 GmbHG¹⁰⁴ mit Bezug auf diesen isoliert betrachteten Erwerb noch erfüllt werden könnten. Nach Eröffnung des Gesamtvollstreckungsverfahrens seien alle noch offenen Entgeltansprüche aus dem Rückkauf eigener Anteile dem nach § 33 Abs. 2 GmbHG freien Vermögen gegenüberzustellen. Nur wenn die Summe der noch offenen Entgelte das freie Vermögen nicht überstiegen hätte, wäre eine Erfüllung der Verträge möglich gewesen.¹⁰⁵

Es wird deutlich, daß der Bundesgerichtshof bezüglich der Prüfung der Erwerbsvoraussetzungen auf den Zeitpunkt der Zahlung des Erwerbspreises abstellt. Demnach hätte die veräußernde Gesellschafterin erfolgreich, das heißt, unter Vereinbarung des Erwerbspreises, aus der GmbH ausscheiden können, wäre ihr der Erwerbspreis zeitnah zu ihrer Anteilsübertragung gezahlt worden. Zum Zeitpunkt der Übertragung waren die Voraussetzungen des § 33 Abs. 2 GmbHG in bezug auf diesen Anteilserwerb nämlich noch erfüllt. Erst dadurch, daß der Geschäftsführer die Auszahlung so lange verzögerte, bis weitere Gesellschafter ihre Anteile veräußert hatten und es zur Einleitung eines Gesamtvollstreckungsverfahrens kam, wurde die Befriedigung der Forderung der Gesellschafterin vereitelt.

¹⁰³Vgl. hierzu Bundesgerichtshof (1998).

¹⁰⁴§ 33 Abs. 2 S. 1 GmbHG lautet: „Eigene Geschäftsanteile, auf welche die Einlagen vollständig geleistet sind, darf sie [die Gesellschaft] nur erwerben, sofern der Erwerb aus dem über den Betrag des Stammkapitals hinaus vorhandenen Vermögen geschehen und die Gesellschaft die nach § 272 Abs. 4 des Handelsgesetzbuchs vorgeschriebene Rücklage für eigene Anteile bilden kann, ohne das Stammkapital oder eine nach dem Gesellschaftsvertrag zu bildende Rücklage zu mindern, die nicht zu Zahlungen an die Gesellschafter verwandt werden darf.“

¹⁰⁵Vgl. Bundesgerichtshof (1998).

In einem vergleichbaren Fall, in dem allerdings unterstellt werden soll, daß der veräußernde Gesellschafter gleichzeitig die Funktion des Geschäftsführers ausübt, wäre die Überweisung vermutlich zeitnah vorgenommen worden. Hier ist aber zu beachten, daß ein Gesellschafter-Geschäftsführer durch die Satzung oder einen Gesellschafterbeschuß von dem Verbot des Selbstkontrahierens entbunden sein muß, um als Geschäftsführer der GmbH Geschäfte mit sich selbst abschließen zu dürfen.¹⁰⁶ Entsprechende In-Sich-Geschäfte, die nach § 181 BGB grundsätzlich verboten sind, werden jedoch von zahlreichen Satzungen und Gesellschafterversammlungen gestattet.¹⁰⁷ In Erhebungen für Württemberg wurde beispielsweise festgestellt, daß in circa drei Viertel der untersuchten Gesellschaften mit beschränkter Haftung eine ausdrückliche Befreiung von dem Verbot des Selbstkontrahierens in der Satzung verankert war.¹⁰⁸

Kommt es nicht zu einem Insolvenzverfahren, kann aber ab einem bestimmten Zeitpunkt der Erwerb eigener Anteile nicht mehr aus ungebundenem Vermögen erfolgen oder die Sonderrücklage für eigene Anteile nicht mehr gebildet werden, so ist angesichts mehrerer veräußernder Gesellschafter auf die zeitliche Reihenfolge der Erwerbsgeschäfte abzustellen.¹⁰⁹ Die Gesellschafter, zu deren Befriedigung das ungebundene Vermögen nicht mehr ausreicht, bleiben Gesellschafter der GmbH und können ihren Anteil nicht an diese veräußern.

Auch an dieser Stelle stellt sich aber die Frage, ob beziehungsweise inwieweit der Erwerb eigener Anteile einer gewöhnlichen Gewinnausschüttung aus Sicht eines Gesellschafters, der sich zu Lasten anderer Gesellschafter einen Vorteil verschaffen will, überlegen ist. Hierzu ist festzuhalten, daß die Verteilung des Jahresüberschusses, des Bilanzgewinns und auch der Vorabausschüttungen im Grundsatz nach dem Verhältnis der Nennbeträge der Geschäftsanteile erfolgt.¹¹⁰ Der Gesellschaftsvertrag kann zwar einen anderen Verteilungsschlüssel, zum Beispiel eine

¹⁰⁶Vgl. Kübler (1999), S. 241; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 525-527.

¹⁰⁷Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 394.

¹⁰⁸Vgl. Kornblum (1994), S. 512.

¹⁰⁹Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 362; Baumbach/Hueck (2000), S. 419; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 478.

¹¹⁰Vgl. § 29 Abs. 3 S. 1 GmbHG; Baumbach/Hueck (2000), S. 314; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 381-383.

Verteilung nach Köpfen vorsehen, wobei einer solchen Festlegung oder Modifikation des Verteilungsschlüssels in der Satzung jedoch insbesondere die negativ betroffenen Gesellschafter zustimmen müssen.¹¹¹ Im Ergebnis ist daher nicht von einer ausgeprägten Ungleichbehandlung im Rahmen der gewöhnlichen Ergebnisverteilung auszugehen.

Beim Erwerb eigener Anteile, der sich in der GmbH auch direkt an einen einzelnen oder mehrere Gesellschafter richten kann, ist eine Diskriminierung von Gesellschaftern hingegen möglich. Damit stellt der Rückkauf eigener GmbH-Geschäftsanteile ein wirkungsvolles Instrument dar, Gesellschaftsvermögen gezielt in das Privatvermögen einzelner Gesellschafter zu überführen, ohne die übrigen Gesellschafter an dieser Ausschüttung zu beteiligen. Die negativ betroffenen Gesellschafter können versuchen, einen entsprechenden Erwerb eigener Anteile mittels eines ablehnenden Gesellschafterbeschlusses zu verhindern. Sofern ein veräußerungswilliger Gesellschafter jedoch über eine Mehrheit in der Gesellschafterversammlung verfügt, wird ein solcher Versuch zwangsläufig scheitern. Auch in Gesellschaften, in denen einzelne Gesellschafter nicht mehr dem vom Gesetzgeber unterstellten idealtypischen Prinzipal entsprechen, der die Geschäftsführung aktiv verfolgt und überwacht sowie den Gesellschafterversammlungen regelmäßig beiwohnt, ließe sich ein solcher gezielter Rückkauf eigener Geschäftsanteile vermutlich ohne größere Schwierigkeiten verwirklichen. Diese Vermutung wird gestützt durch eine Untersuchung von Kornblum, wonach grundsätzlich zwar das Mehrheitsprinzip für die Beschlußfassung in der Gesellschafterversammlung verankert ist, generell jedoch lediglich eine Mehrheit der in der Gesellschafterversammlung abgegebenen Stimmen und nicht der insgesamt vorhandenen Stimmen erforderlich ist.¹¹² Hinzu kommt, daß das GmbH-Gesetz keine Vorschriften über ein Quorum kennt und zum Beispiel nur ein Drittel der württembergischen Gesellschaften mit beschränkter Haftung verschärfende Bestimmungen zur Zahl der Gesellschafter vorsieht, die bei einer gültigen Beschlußfassung mindestens beteiligt oder anwe-

¹¹¹Vgl. § 29 Abs. 3 S. 2 GmbHG; Altmeppen/Roth (1997), S. 289; Baumbach/Hueck (2000), S. 314; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 381.

¹¹²Vgl. Kornblum (1994), S. 513.

send sein müssen.¹¹³

Die vorangegangene Darstellung zeigt, daß eine Schädigung anderer Gesellschafter beim gezielten Erwerb eigener Anteile in der GmbH möglich ist. Ein Gesellschafter, der seinen Geschäftsanteil insgesamt oder zum Teil veräußert, verliert oder schwächt allerdings seine Gesellschafterstellung. In der Folge würde sich das interne Verhältnis zu seinen Ungunsten verschieben; die übrigen Gesellschafter gewännen an Einfluß in der Gesellschafterversammlung und damit auf die GmbH.¹¹⁴ Dies wird von einem Gesellschafter dann als wenig relevant angesehen, wenn er sich aus der GmbH zurückziehen will, weil er die Gesellschaft für insolvenzgefährdet hält, oder wenn ihm ein außerordentlich hoher Preis für seinen Anteil gezahlt wird. Das heißt, in wirtschaftlich kritischen Situationen und im Falle des Angebots beziehungsweise der Durchsetzbarkeit eines sehr hohen Rückkaufpreises wird ein Anreiz bestehen, die Möglichkeiten der Schädigung anderer Gesellschafter durch einen gezielten Erwerb eigener Anteile tatsächlich zu nutzen. Nicht ohne Grund ist eben dieser gezielte Rückkauf eigener Anteile den Aktiengesellschaften in Deutschland untersagt. Des weiteren führen genau diese Negotiated Repurchases in den Vereinigten Staaten, wo sie zulässig sind, im Durchschnitt zu einer Schädigung der verbleibenden Aktionäre.¹¹⁵

Schließlich ist auch der umgekehrte Fall denkbar, in dem Gesellschafter aus wichtigen Gründen¹¹⁶ versuchen, einen einzelnen Gesellschafter aus der GmbH auszu-

¹¹³Vgl. Kornblum (1994), S. 513.

¹¹⁴Vgl. hierzu ein knappes Zahlenbeispiel bei Lutter/Hommelhoff (2000), S. 481.

¹¹⁵Vgl. z.B. Bradley/Wakeman (1983); Dann/DeAngelo (1983); Klein/Rosenfeld (1988).

¹¹⁶Vom Vorliegen eines wichtigen Grundes ist auszugehen, wenn den übrigen Mitgliedern die Fortsetzung der Gesellschaft mit dem auszuschließenden Gesellschafter aufgrund seines Verhaltens oder seiner Persönlichkeit nicht mehr zuzumuten ist. Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 447, S. 454. Zumeist kann erst die gerichtliche Klärung Gewißheit darüber geben, ob ein angeführter Grund als wichtiger Grund für eine Ausschließung trägt. Orientierung können die in der Rechtsprechung bereits anerkannten wichtigen Ausschließungsgründe geben. Beispielsweise wurde es als wichtiger Grund für eine Ausschließung anerkannt, wenn ein Gesellschafter bei seiner Aufnahme Fachkenntnisse vorgegeben hatte, über die er tatsächlich nicht verfügte. Vgl. Lutz (2001), S. 69-71. Weiterhin berechtigten Vermögensdelikte, wie Unterschlagung oder Untreue, regelmäßig zur Ausschließung. Vgl. Lutz (2001), S. 73. Kritischer sind hingegen wichtige Gründe im Zusammenhang mit dem Verhalten gegenüber Mitgesellschaftern. Hierbei sind immer die Begleitumstände des Einzelfalls, insbesondere das Verhalten und eventuelle Mitverschulden der den Ausschluß betreibenden Gesellschafter, zu berücksichtigen. Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 447.

schließen. Als Ausschließung wird das zwangsweise Ausscheiden eines Gesellschafters aus der GmbH bezeichnet.¹¹⁷ Die Initiative geht bei der Ausschließung, die sich auf die Person eines Gesellschafters und nicht den Geschäftsanteil bezieht,¹¹⁸ demnach von den Mitgesellschaftern aus.¹¹⁹ Der Rückkauf eigener Anteile stellt eine Verwertungsmöglichkeit im Anschluß an eine solche Ausschließung dar,¹²⁰ wobei Gesellschafter, die aufgrund einer Ausschließung die Gesellschaft verlassen, Anspruch auf eine Abfindung haben. Diese ist im Grundsatz am Verkehrswert des Geschäftsanteils zu orientieren,¹²¹ häufig sind jedoch Abschläge von bis zu 50 Prozent des Verkehrswertes zu beobachten.¹²² Begründet wird dies damit, daß beim Ausschluß oder in dem Ausschluß verwandten Fällen das Interesse des Gesellschafters „an einer angemessenen Abfindung hinter das Interesse der Ges[ellschaft] an der Bindung des Kap[itals] zurücktreten müsse“.¹²³

Insbesondere im Verhältnis gegenüber den Gläubigern von auszuschließenden Gesellschaftern wird häufig versucht, das Gesellschaftsvermögen zu deren Lasten und damit letztlich zu Lasten des Gesellschafters, dessen Verbindlichkeiten gegenüber seinen Gläubigern bestehen bleiben, zu schützen. Der Gesellschaftsvertrag enthält dann zum Beispiel spezielle Vorschriften für den Fall, daß ein Geschäftsanteil gepfändet oder ein Insolvenzverfahren über das Vermögen eines Gesellschafters eröffnet wird. Typischerweise wird versucht, die Abfindung in den genannten Fällen herabzusetzen oder gänzlich auszuschließen. Die Rechtsprechung hat auf diesem Gebiet jedoch eindeutige Leitsätze entwickelt, wonach gläubigerdiskriminierende Abfindungsregelungen nichtig sind.¹²⁴ Demnach sind

¹¹⁷Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 445. Die Begriffe ‚Ausschließung‘ und ‚Ausschluß‘ werden in der Literatur synonym verwendet.

¹¹⁸Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 428, S. 445, S. 452.

¹¹⁹Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 640.

¹²⁰Vgl. Schultze-Petzold (1991), S. 132-166; Soufleros (1983), S. 143-160. Weitere Verwertungsmöglichkeiten stellen die Einziehung, der Erwerb durch einen Gesellschafter sowie der Erwerb durch einen Dritten dar. Vgl. Goette (2001), S. 190-191; Kesselmeier (1989), S. 34-51; Lutz (2001), S. 61-63; Soufleros (1983), S. 130-142, S. 184-192.

¹²¹Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 450, S. 456; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 498-499, S. 502-503.

¹²²Vgl. Lutter/Hommelhoff (2000), S. 507.

¹²³Lutter/Hommelhoff (2000), S. 507.

¹²⁴Vgl. Altmeppen/Roth (1997), S. 377; Baumbach/Hueck (2000), S. 439; Goette (2001), S. 194; Lutter/Hommelhoff (2000), S. 509.

Abfindungsbeschränkungen zum Nachteil von Pfändungs- und Insolvenzgläubigern unzulässig, wenn sie nicht in gleicher Weise Anwendung finden gegenüber sonstigen austretenden oder ausgeschlossenen Gesellschaftern. Sieht die Satzung hingegen allgemeine, einheitliche Abfindungsbeschränkungen für sämtliche vergleichbaren Abfindungsvorgänge vor, so gelten diese auch gegenüber den Gläubigern eines Gesellschafters.¹²⁵ Hierzu kann festgehalten werden, daß auch eine Schädigung von einzelnen Gesellschaftern durch den Anteilsrückkauf im Zuge einer Ausschließung möglich ist. Ein Anreiz, einen zu niedrigen Erwerbspreis an den ausgeschlossenen Gesellschafter zu zahlen, besteht auf seiten der verbleibenden Gesellschafter insofern, als hierdurch das Vermögen insgesamt auf höherem Niveau erhalten bleibt und entsprechend auch das auf ihren Anteil entfallende Vermögen steigt.

5.4 Fazit

In vier von fünf Gesellschaften mit beschränkter Haftung in Deutschland ist ein Gesellschafter an der Geschäftsführung beteiligt oder nimmt ein Gesellschafter die Position eines alleinigen Geschäftsführers ein.¹²⁶ Die vorangegangene Analyse hat gezeigt, daß die Gefahr einer Ausnutzung dieser Manager-Eigner-Stellung gegenüber den nicht-geschäftsführungsbefugten Gesellschaftern insbesondere dann besteht, wenn der Gesellschafter-Geschäftsführer über eine Mehrheitsbeteiligung verfügt oder die übrigen Gesellschafter nicht (oder nicht mehr) aktiv am Unternehmensgeschehen teilhaben. In entsprechenden Konstellationen kann eine Schädigung von Gesellschaftern auch im Rahmen des Rückkaufs eigener Geschäftsanteile nicht ausgeschlossen werden. Dies gilt insbesondere deshalb, weil in Gesellschaften mit beschränkter Haftung anders als in Aktiengesellschaften auch gezielte Anteilsrückkäufe zulässig sind. Eine solche Ungleichbehandlung von Eigenkapitalgebern wird vom Gesetzgeber in der Rechtsform der GmbH nicht grundsätzlich untersagt, da er vom Leitbild eines informierten, aktiv am Unter-

¹²⁵Vgl. Baumbach/Hueck (2000), S. 439.

¹²⁶Vgl. Meyer (2002), S. 181.

nehmensgeschehen teilhabenden Gesellschafters ausgeht, so daß ein besonderer Schutz – wie ihn Aktionäre einer Publikumsgesellschaft genießen – nicht geboten scheint. Die Grundannahmen des Gesetzgebers mögen auf einen großen Teil der Gesellschafter von Gesellschaften mit beschränkter Haftung in Deutschland zutreffen, aber eben nicht auf alle. Vermögensverschiebungen zwischen unterschiedlichen Gesellschaftern lassen sich beim Erwerb eigener Geschäftsanteile demnach nicht ausschließen. Es kommt hinzu, daß die Bewertung von GmbH-Geschäftsanteilen, die nicht an Börsen gehandelt werden können, einen äußerst kritischen Punkt darstellt. Die Gefahr der Zahlung eines überhöhten oder (im Falle der Ausschließung) eines zu niedrigen Rückkaufpreises ist in der Rechtsform der GmbH dadurch deutlich größer als in der Aktiengesellschaft. Aufgrund der wesentlich geringeren Publizitätspflichten von Gesellschaften mit beschränkter Haftung wird die Öffentlichkeit hiervon jedoch kaum und der entsprechend engagierte Jurist oder Ökonom nur im Falle einer Klageerhebung oder einer Insolvenz genauere Kenntnis erlangen. Detaillierte Fallstudien dürften in diesem Zusammenhang ein interessantes Forschungsgebiet darstellen.

Aus Sicht der Gläubiger dürfte das Mißbrauchspotential beim Rückkauf eigener Geschäftsanteile – zumindest seit Einführung der Vorschriften zur Bildung einer Sonderrücklage für eigene Anteile – nicht wesentlich größer einzuschätzen sein als das Mißbrauchspotential bei gewöhnlichen Gewinnausschüttungen oder Vorabauschüttungen in der GmbH. Die ohnehin geringe Kapitalbindung und die weitreichenden Ausschüttungsmöglichkeiten generell führen dazu, daß der Rückkauf eigener GmbH-Geschäftsanteile nur mehr vergleichbar kritisch eingeschätzt wird wie gewöhnliche Ausschüttungen. Lediglich den Wegfall der Nachschußpflicht bei ausgeschiedenen Gesellschaftern könnte man als zusätzlichen Punkt der Kritik am Anteilsrückkauf aus Gläubigersicht anführen. Nachschüsse spielen in der Praxis jedoch keine bedeutende Rolle.

Kapitel 6

Schlußbetrachtung

Zu Beginn der vorliegenden Untersuchung wurde verdeutlicht, daß eine Analyse des Rückkaufs eigener Anteile allein auf der Basis der neo-institutionalistischen Sichtweise zur Finanzierungstheorie sinnvoll ist.¹ Daher wurde der Anteilsrückkauf im weiteren Verlauf vor dem Hintergrund der Informations- und Anreizkonflikte in den Beziehungen zwischen den Eigenkapitalgebern, den Fremdkapitalgebern sowie dem Management eines Unternehmens diskutiert. Um die Richtung der Anreiz- und Signalwirkungen eines Rückkaufs eigener Anteile beurteilen zu können, wurden die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie die Kontrollstrukturen innerhalb des deutschen Finanzsystems der zwanziger und dreißiger Jahre des 20. Jahrhunderts sowie der Gegenwart explizit berücksichtigt.

Die Untersuchung zum Aktienrückkauf vor und während der Bankenkrise von 1931 hat gezeigt, daß in dieser Zeit wohl primär mit dem Ziel eines Transfers von Unternehmensvermögen in das Vermögen einiger Eigenkapitalgeber zurückgekauft wurde.² Dieses Ergebnis läßt die positive Resonanz, die die Liberalisierung des Aktienrückkaufs in Deutschland erfahren hat, zu optimistisch erscheinen.

Mittels einer Darstellung der aktuellen gesetzlichen Vorschriften zum Aktienrückkauf konnte jedoch aufgezeigt werden, daß ein derartiger Mißbrauch im deutschen Finanzsystem nicht mehr möglich ist.³ Das Rückkaufvolumen ist heute auf 10 Prozent des Grundkapitals beschränkt. Für die Aktivposition ‚eigene Anteile‘ ist auf

¹Vgl. Kapitel 2.

²Vgl. Kapitel 3.

³Vgl. Kapitel 4 (Abschnitt 4.4.2).

der Passivseite der Bilanz eine Sonderrücklage zu bilden, die die Wirkung einer Ausschüttungssperre entfaltet. Weiterhin sind gezielte Rückkäufe in der Rechtsform der Aktiengesellschaft nicht zulässig.

Die finanzierungstheoretische Analyse sowie die deskriptive Statistik zum Rückkauf eigener Aktien im deutschen Finanzsystem der Gegenwart zeigen allerdings auch, daß der Aktienrückkauf, von dem man angenommen hatte, er könne ein Baustein auf dem Weg zum Umbau des deutschen Finanzsystems in Richtung eines weniger bankorientierten und stärker marktorientierten Systems sein, die hohen Erwartungen bisher nicht erfüllen konnte.⁴ Vielmehr zeichnet sich im deutschen Finanzsystem, das durch eine Konzentration von Eigenkapitalbeteiligungen in den Händen von Familien, Banken und Nicht-Finanzunternehmen charakterisiert ist, eine geradezu systemkonforme Nutzung des Instruments ‚Aktienrückkauf‘ ab. Denn eigene Aktien werden vor allem zur späteren Nutzung als Akquisitionswährung erworben. Für dominierende Eigenkapitalgeber bieten sie gegenüber Barofferten, genehmigtem Kapital und bedingten Kapitalerhöhungen den Vorteil, daß sie es einerseits erlauben, die Stimmrechtsanteile der Großaktionäre auf der Basis der Verhältnisse vor dem Aktienrückkauf konstant zu halten, und andererseits gewährleisten, daß Verluste aufgrund einer möglichen Überbewertung des Zielobjekts auf Alt- und Neuaktionäre aufgeteilt werden.

Die Ausschüttung von liquiden Mitteln an breite Einlegerschichten und die damit verbundenen Signale, die im US-amerikanischen Finanzsystem als zentrale Motive für den Aktienrückkauf diskutiert werden, sind in Deutschland von eher untergeordneter Bedeutung. Insofern können die Ergebnisse der vorliegenden Untersuchung als Indiz dafür gewertet werden, daß die Einführung eines einzelnen, einem marktdominierten Outsider-System entstammenden Elements in das deutsche Insider-System nicht zwangsläufig zu einer stärkeren Marktorientierung führt. Vielmehr besteht die Gefahr, daß es aufgrund der fehlenden Komplementarität zwischen diesem Element und den übrigen Elementen des Systems zu einer anderen, häufig nur schwer prognostizierbaren Nutzung des betreffenden Instruments

⁴Vgl. Kapitel 4.

kommt. Der vom deutschen Gesetzgeber beschrittene Weg, einzelne Elemente insbesondere des US-amerikanischen Outsider-Systems wie den Aktienrückkauf zu übernehmen, während andere marktorientierte Elemente (zunächst) nicht übernommen werden, muß vor dem Hintergrund dieses Ergebnisses hinterfragt und überdacht werden. Die Erfolgsaussichten eines solchen graduellen Systemwechsels erscheinen fraglich.

Die Untersuchung des Rückkaufs eigener Anteile im deutschen Finanzsystem wurde abgerundet durch eine Betrachtung des Rückkaufs eigener GmbH-Geschäftsanteile.⁵ Hierbei zeigte sich, daß insbesondere die Zulässigkeit gezielter Anteilsrückkäufe sowie die mangelnde Konkretisierung und Objektivierung des Preises von GmbH-Anteilen über eine Börse vor dem Hintergrund der spezifischen rechtlichen Regelungen des GmbH-Gesetzes dazu führen, daß eine Schädigung einzelner Gesellschafter in der Rechtsform der GmbH nicht ausgeschlossen werden kann. Detaillierte Fallstudien dürften hier ein interessantes Gebiet für weitere Forschung bieten.

⁵Vgl. Kapitel 5.

Anhang

LISTE DER UNTERNEHMEN DER STICHPROBE:

ACG AG

Actium Beteiligungs AG

AGIV AG

Ahlers AG

AIXTRON AG

Allianz AG

Altana AG

AMB Aachener und Münchener Beteiligungs AG

Amira Verwaltungs AG

A.S. Creation Tapeten AG

Atoss Software AG

AVA Allgemeine Handelsgesellschaft der Verbraucher AG

AXA Colonia

Baader Wertpapierhandelsbank AG

Balda AG

BASF AG

Bayer AG

Bayerische Hypo- und Vereinsbank

BDF Beiersdorf AG

Berliner Effktengesellschaft AG

Berliner Elektro Holding AG (AD Capital)
Bertrandt AG
Beta Systems Software AG
BHW Holding AG
Bijou Brigitte modische Accessoires AG
Böwe System AG
Buderus AG
B.U.S. Berzelius Umwelt-Service AG
Celanese AG
Centrotec Hochleistungskunststoffe AG
Cewe Color Holding AG
Commerzbank AG
CompuGroup Holding AG
ConSors Discount-Broker AG
Continental AG
D.Logistics AG
DaimlerChrysler AG
DBV-Winterthur Holding AG
DePfa Deutsche Pfandbrief Bank AG
Deutsche Bank AG
Deutsche Beteiligungs AG
Deutsche Telekom AG
Direkt Anlage Bank AG
Edscha AG
Eifelhöhen Klinik AG
EnBW Badenwerk AG
e.on AG
Ergo Versicherungsgruppe AG

Euromicron AG
Europäische Hypothekenbank der Deutschen Bank (Eurohypo AG)
Euwax Broker AG
Gildemeister AG
Hannover Rückversicherungs-AG
Hawesko Holding AG
Heidelberger Druckmaschinen AG
Heidelberger Zement AG
Henkel KGaA
H.I.S. Sportswear AG, Europe
Hochtief AG
Intershop Communications AG
IVG Holding AG
IWKA AG
iXOS Software AG
Jenoptik AG
Jungheinrich AG
K + S AG
Kampa-Haus AG
Kennametal Hertel AG
Keramag Keramische Werke AG
Köhler & Krenzer Fashion AG
Kolbenschmidt Pierburg AG
Konrad Hornschuch AG
Leifheit AG
Linde AG
Lindner Holding KGaA
MAN AG

Mannheimer AG Holding
Marbert AG
Markt- und Kühlhallen AG
Marseille-Kliniken AG
Maxdata AG
METRO AG
mg technologies AG
Möbel Walther AG
Mühlbauer Holding & Co. KGaA
Müller Weingarten AG
Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft
MVV Energie AG
NORDAG AG
Norddeutsche Affinerie AG
NÜRNBERGER Beteiligungs-AG
Nymphenburg Immobilien AG
OHB Teledata AG
Parsytec AG
Pfeiffer Vacuum Technology AG
Phenomedia AG
Phoenix AG
P & I Personal & Informatik AG
Plambeck Neue Energien AG
Pongs & Zahn AG
PUMA AG
Rational
Rheinmetall AG
RWE AG

Salzgitter AG
SAP AG
Sartorius AG
Schering AG
Schuler AG
Schwarz Pharma AG
Sektellerei Schloss Wachenheim AG
SGL Carbon AG
SIBRA Beteiligungs-AG
Siemens AG
Silicon Sensor International AG
Sixt AG
SolarWorld AG
Sparta AG
Staatl. Mineralbrunnen AG
Stada Arzneimittel AG
Stahl AG
Stuttgarter Hofbräu AG
Süd-Chemie AG
Südzucker AG
TA Triumph-Adler AG
TDS Informationstechnologie AG
Techem AG
Technotrans AG
tecis Holding AG
Teles AG
Tiag Tabbert-Industrie AG
T-Online International AG

Turbon International AG
United Internet AG
Uzin Utz AG
Value Management & Research AG
VARTA AG
VBH Holding AG
Vereinigte Deutsche Nickel-Werke AG
VGT AG
Villeroy & Boch AG
Volkswagen AG
Vossloh AG
Walter AG
WCM Beteiligungs- und Grundbesitz AG
WEB.DE AG
Zapf Creation AG

Literaturverzeichnis

- AGHION, PHILIPPE/BOLTON, PATRICK (1989), The Financial Structure of the Firm and the Problem of Control, in: *European Economic Review*, Vol. 33, S. 286-293.
- AGHION, PHILIPPE/BOLTON, PATRICK (1992), An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting, in: *Review of Economic Studies*, Vol. 59, S. 473-494.
- AKTG, Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I 1965, S. 1089) unter Berücksichtigung der ergangenen Änderungen.
- ALICH, HOLGER (2001), Die Tücken bei Aktienrückkäufen, in: *Handelsblatt* vom 05.02.2001, Nr. 025, S. 46.
- ALLEN, FRANKLIN/GALE, DOUGLAS (1995), A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US, in: *European Economic Review*, Vol. 39, S. 179-209.
- ALTMIPPEN, HOLGER/ROTH, GÜNTER H. (1997), Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG), 3. Aufl., München.
- ARBEITSKREIS „EXTERNE UNTERNEHMENSRECHNUNG“ DER SCHMALENBACH-GESELLSCHAFT (1998), Behandlung „eigener Aktien“ nach deutschem Recht und US-GAAP unter besonderer Berücksichtigung der Änderungen des KonTraG, in: *Der Betrieb*, 51. Jg., S. 1673-1677.
- BAGWELL, LAURIE S. (1991), Share Repurchase and Takeover Deterrence, in: *Rand Journal of Economics*, Vol. 22, S. 72-88.
- BAGWELL, LAURIE S./SHOVEN, JOHN B. (1989), Cash Distributions to Shareholders, in: *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, S. 129-140.
- BALDERSTON, THEO (1993), The Origins and Course of the German Economic Crisis: 1923-1932 (Schriften der Historischen Kommission zu Berlin, Band 2: Beiträge zu Inflation und Wiederaufbau in Deutschland und Europa 1914-1924), Berlin.
- BARCLAY, MICHAEL J. (1992), Common Stock Repurchase, in: NEWMAN, PAUL (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Band 1, London, S. 407-409.

- BARCLAY, MICHAEL J./HOLDERNESS, CLIFFORD G. (1992), The Law on Large-Block Trades, in: *Journal of Law and Economics*, Vol. 35, S. 265-294.
- BARCLAY, MICHAEL J./SMITH, CLIFFORD W. JR. (1988), Corporate Payout Policy – Cash Dividends versus Open-Market Repurchases, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, S. 61-82.
- BAUMBACH, ADOLF/HUECK, ALFRED (2000), *GmbH-Gesetz: Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (Beck'sche Kurzkommentare; Band 20)*, 17. Aufl., München.
- BAUMS, THEODOR/FRAUNE, CHRISTIAN (1995), Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft: Eine empirische Untersuchung, in: *Aktiengesellschaft*, 40. Jg., S. 97-112.
- BAUMS, THEODOR/VON RANDOW, PHILIPP (1995), Der Markt für Stimmrechtsvertreter, in: *Aktiengesellschaft*, 40. Jg., S. 145-163.
- BECHT, MARCO (1999), European Corporate Governance: Trading off Liquidity Against Control, in: *European Economic Review*, Vol. 43, S. 1071-1083.
- BECHT, MARCO/BOEHMER, EKKEHART (1999), Transparency of Ownership and Control in Germany, Working Paper, Humboldt University Berlin.
- BENCKENDORFF, ANDREAS (1998), Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht, Baden-Baden.
- BERGLÖF, ERIK (1997), Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda, in: *Economic Policy*, Vol. 24, S. 91-117.
- BERTHEIM, CURT (1933), Erwerb eigener Aktien, Wertheim am Main.
- BEUTELSTAHL, WALTER (1932), Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft nach der Notverordnung des Reichspräsidenten vom 19. September 1931, Köln-Kalk.
- BEYER, JÜRGEN (1998), Managerherrschaft in Deutschland? – „Corporate Governance“ unter Verflechtungsbedingungen, Opladen.
- BOEHMER, EKKEHART (1999), Corporate Governance in Germany: Institutional Background and Empirical Results, Working Paper, Humboldt University Berlin.
- BÖHM, KLAUS J. (1999), Der Rückkauf eigener Aktien und Übernahmetransaktionen, in: VON ROSEN, RÜDIGER/SEIFERT, WERNER G. (Hrsg.), *Die Übernahme börsennotierter Unternehmen*, Frankfurt am Main, S. 327-340.
- BOLTON, PATRICK/VON THADDEN, ERNST-LUDWIG (1998), Blocks, Liquidity, and Corporate Control, in: *Journal of Finance*, Vol. 53, S. 1-26.

- BONN, JOACHIM K. (1998), Bankenkrisen und Bankenregulierung (Schriftenreihe des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft, Band 24), Wiesbaden.
- BORN, KARL ERICH (1967), Die deutsche Bankenkrise 1931, München.
- BRADLEY, MICHAEL/WAKEMAN, L. MACDONALD (1983), The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases, in: Journal of Financial Economics, Vol. 11, S. 301-328.
- BRANDENBURG, DIERK (1994), Die amerikanische Sparkassenkrise, Pfaffenweiler.
- BRANDES, HELMUT (1998), Die Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur GmbH, in: Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 52. Jg., S. 1-19.
- BREALEY, RICHARD A./MYERS, STEWART C. (2003), Principles of Corporate Finance, 7. Aufl., Boston et al.
- BREUNINGER, GOTTFRIED E. (1991), Zur Rechtsnatur eigener Anteile und ihre ertragsteuerliche Bedeutung, Festbeitrag zum 70. Geburtstag von Georg Döllner, in: Deutsche Steuer-Zeitung, 79. Jg., S. 420-425.
- BUDDE, WOLFGANG D. (1999), Aktienrückkaufprogramme im Spannungsfeld von Aktien-, Bilanz- und Steuerrecht, in: KIRCHHOF, PAUL/OFFERHAUS, KLAUS (Hrsg.), Steuerrechtsprechung, Steuergesetz, Steuerreform: Festschrift für Klaus Offerhaus zum 65. Geburtstag, Köln, S. 659-688.
- BUNDESANSTALT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGS-AUFSICHT (BAFIN) (2002a), Angezeigte Ermächtigungen der Hauptversammlung (HV) zum Erwerb eigener Aktien, in: http://www.bafin.de/datenbanken/wa_hv_export.html (15.12.2002).
- BUNDESANSTALT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGS-AUFSICHT (BAFIN) (2002b), Bedeutende Stimmrechtsanteile an inländischen Gesellschaften, die zum amtlichen Handel oder geregelten Markt zugelassen sind, in: <http://www.bafin.de/database/stimmrechte.htm> (15.12.2002).
- BUNDESANSTALT FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGS-AUFSICHT (BAFIN) (2002c), Erläuterungen zu den Stimmrechtsanteilen, in: http://www.bafin.de/datenbanken/stimmrechte_erl.htm (15.12.2002).
- BUNDESAUFSICHTSAMT FÜR DEN WERTPAPIERHANDEL (BAWE) (1999), Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Satz 1 Nr. 8 AktG, Schreiben des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel an die Vorstände der börsennotierten Aktiengesellschaften, in: www.bawe.de/schr990628.htm (15.12.2002).
- BUNDESGERICHTSHOF (1998), Gesamtvollstreckungsverfahren: Vergütungsanspruch beim Erwerb eigener Anteile durch eine GmbH (Urteil vom 29.6.1998 - II ZR 353/97), in: Betriebs-Berater, 53. Jg., S. 1966-1969.

- BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN (1998), Steuerrechtliche Behandlung des Erwerbs eigener Aktien, Geschäftszeichen: IV C 6 - S 2741 - 12/98.
- BUNDESMINISTERIUM DER FINANZEN (2003), Erläuterungen zu den im Entwurf eines Gesetzes zum Abbau von Steuervergünstigungen und Ausnahmeregelungen (Steuervergünstigungsabbaugesetz – StVergAbG) vorgesehenen steuerlichen Maßnahmen, in:
<http://www.bundesfinanzministerium.de/Anlage15304/Erlaeuterungen-zu-den-im-Entwurf-des-Steuerverguenstigungsabbaugesetz-vorgesehenen-Massnahmen.pdf> (14.02.2003).
- COENENBERG, ADOLF G. (1997), Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse: Grundfragen der Bilanzierung nach betriebswirtschaftlichen, handelsrechtlichen, steuerrechtlichen und internationalen Grundsätzen, 16. Aufl., Landsberg/Lech.
- COMMENT, ROBERT/JARRELL GREGG A. (1991), The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases, in: Journal of Finance, Vol. 46, S. 1243-1271.
- COMMERZ- UND PRIVAT-BANK AKTIENGESELLSCHAFT (1929), Jahres-Bericht über das 59. Geschäftsjahr 1928, Hamburg-Berlin.
- COMMERZ- UND PRIVAT-BANK AKTIENGESELLSCHAFT (1930), Jahres-Bericht über das 60. Geschäftsjahr 1929, Hamburg-Berlin.
- DAIMLERCHRYSLER (2002), Fragen und Antworten zu sonstigen Themen, Wie steht DaimlerChrysler zum Rückkauf eigener Aktien?, in:
http://www.daimlerchrysler.de/investor/q_and_a/other_g.htm
 (18.12.2002).
- DANN, LARRY Y. (1981), Common Stock Repurchases, An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders, in: Journal of Financial Economics, Vol. 9, S. 113-138.
- DANN, LARRY Y./DEANGELO, HARRY (1983), Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control, in: Journal of Financial Economics, Vol. 11, S. 275-300.
- DENIS, DAVID J. (1990), Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends, in: Journal of Finance, Vol. 45, S. 1433-1456.
- DEUTSCHE BANK UND DISCONTO-GESELLSCHAFT (1930), Generalsekretariat, Betr. Personalia Dr. Sippell, P1/13, angefangen am 31.3.1930 (unveröffentlichte, archivalische Quelle, Standort: Deutsche Bank, Historisches Institut, Frankfurt/Main).
- DEUTSCHE BANK UND DISCONTO-GESELLSCHAFT (1931), Jahresbericht 1930, Berlin.

- DEUTSCHE BANK UND DISCONTO-GESELLSCHAFT (1932), Jahresbericht 1931, Berlin.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (1976), Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975, Frankfurt am Main.
- DEUTSCHES AKTIENINSTITUT (DAI) (1999), Der Erwerb eigener Aktien in Deutschland, Ergebnisse einer Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts zum Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft, Frankfurt am Main.
- DEUTSCHES AKTIENINSTITUT (DAI) (2002), DAI-Factbook 2002 – Statistiken, Analysen und Graphiken zu Aktionären, Aktiengesellschaften und Börsen, Frankfurt am Main.
- DEWATRIPONT, MATHIAS/TIROLE, JEAN (1994), A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, S. 1027-1054.
- DISCONTO-GESELLSCHAFT (1929), Jahresbericht 1928, Berlin.
- DITTMAR, AMY K. (2000), Why Do Firms Repurchase Stock?, in: Journal of Business, Vol. 73, S. 331-355.
- DITTMAR, AMY K./DITTMAR, ROBERT F. (2002), Stock Repurchase Waves: An Explanation of the Trends in Aggregate Corporate Payout Policy, Working Paper, Indiana University.
- DRESDNER BANK (1929), Geschäfts-Bericht, Sechsfundfünfzigstes Geschäftsjahr 1928, Dresden.
- DRESDNER BANK (1931), Geschäftsbericht, Achtundfünfzigstes Geschäftsjahr 1930, Dresden.
- DRESDNER BANK (1932), Geschäftsbericht, Neunundfünfzigstes Geschäftsjahr 1931, Dresden.
- DRUKARCZYK, JOCHEN (2001), Unternehmensbewertung, 3. Aufl., München.
- EDWARDS, JEREMY/FISCHER, KLAUS (1994), Banks, Finance and Investment in Germany, Cambridge.
- EDWARDS, JEREMY/NIBLER, MARCUS (1999), Corporate Governance in Germany: The Influence of Banks and Large Equity-Holders, CESifo Working Paper, No. 180.
- ELLIS, CHARLES D. (1965), Repurchase Stock to Revitalize Equity, in: Harvard Business Review, Vol. 43, S. 119-128.
- EMMERICH, VOLKER (1998), Wechselseitige Beteiligungen bei AG und GmbH, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 1. Jg., S. 622-626.

- EMMERICH, VOLKER/HABERSACK, MATTHIAS (1998), Aktienkonzernrecht: Kommentar zu den §§ 15-22 und 291-328 AktG, München.
- ESCHER-WEINGART, CHRISTINA (2001), Reform durch Deregulierung im Kapitalgesellschaftsrecht: eine Analyse der Reformmöglichkeiten unter besonderer Berücksichtigung des Gläubiger- und Anlegerschutzes, Tübingen.
- ESCHER-WEINGART, CHRISTINA/KÜBLER, FRIEDRICH (1998), Erwerb eigener Aktien, in: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 162. Jg., S. 537-562.
- ESTG, Einkommensteuergesetz vom 16. Oktober 1934 (RGBl. I 1934, S. 1005) unter Berücksichtigung der ergangenen Änderungen.
- FELDMAN, GERALD D. (1995), Die Deutsche Bank vom Ersten Weltkrieg bis zur Weltwirtschaftskrise 1914-1933, in: GALL, LOTHAR ET AL. (Hrsg.), Die Deutsche Bank: 1870- 1995, München, S. 137-314.
- FISCHER, ALBERT (1997), Die Landesbank der Rheinprovinz: Aufstieg und Fall zwischen Wirtschaft und Politik (Wirtschafts- und Sozialhistorische Studien; Band 6), Köln et al.
- FLECK, HANS-JOACHIM (1992), Der Grundsatz der Kapitalerhaltung – seine Ausweitung und seine Grenzen, in: LUTTER, MARCUS/ULMER, PETER/ZÖLLNER, WOLFGANG (Hrsg.), Festschrift 100 Jahre GmbH-Gesetz, Köln, S. 391-419.
- FLECKEN, WILLY (1911), Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft und Amortisation, Erlangen.
- FRANKS, JULIAN/MAYER, COLIN (1994), Corporate Control: A Comparison of Insider and Outsider Systems, Working Paper, London Business School.
- FRANKS, JULIAN/MAYER, COLIN (1995), Ownership and Control, in: SIEBERT, HORST (Hrsg.), Trends in Business Organization: Do Partizipation and Cooperation Increase Competitiveness?, Tübingen, S. 171-195.
- FRANKS, JULIAN/MAYER, COLIN (1998), Bank Control, Takeovers and Corporate Governance in Germany, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 22, S. 1385-1403.
- GERBER, OTTO LUDWIG (1932), Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft, Würzburg.
- GERSCHENKRON, ALEXANDER (1962), Economic Backwardness in Historical Perspective, A Book of Essays, Cambridge, Mass.
- GMBHG, Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung vom 20. April 1892 (RGBl. 1892, S. 477) in der Fassung vom 20. Mai 1898 (RGBl. S. 846) unter Berücksichtigung der ergangenen Änderungen.

- GÖDDE, ISABEL (2000), The German Twin Crisis of 1931, Discussion Paper, University of Mannheim.
- GOETTE, WULF (2001), Die GmbH: Darstellung anhand der Rechtsprechung des BGH, 2. Aufl., München.
- GOLDSMITH, RAYMOND W. (1969), Financial Structure and Development, New Haven, Conn. et al.
- GORTON, GARY/SCHMID, FRANK A. (2000), Universal Banking and the Performance of German Firms, in: Journal of Financial Economics, Vol. 58, S. 29-80.
- GROSSMAN, SANFORD J./HART, OLIVER D. (1982), Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, in: MACCALL, JOHN J. (Hrsg.), The Economics of Information and Uncertainty, Chicago, S. 107-140.
- GRUNEWALD, BARBARA (2000), Gesellschaftsrecht, 4. Aufl., Tübingen.
- HACKETHAL, ANDREAS/SCHMIDT, REINHARD H. (2000a), Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results, Working Paper Series: Finance and Accounting, No. 33, Universität Frankfurt/Main.
- HACKETHAL, ANDREAS/SCHMIDT, REINHARD H. (2000b), Finanzsystem und Komplementarität, Working Paper Series: Finance and Accounting, No. 50, Universität Frankfurt/Main.
- HAMPEL, VOLKER (1994), Erwerb eigener Aktien und Unternehmenskontrolle, Beiträge zur Theorie der Finanzmärkte (Institut für Kapitalmarktforschung an der J. W. Goethe-Universität Frankfurt am Main), Nr. 10.
- HARRIS, MILTON/RAVIV, ARTUR (1988), Corporate Control Contests and Capital Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 20, S. 55-86.
- HELLWIG, MARTIN (2000), Banken zwischen Politik und Markt: Worin besteht die volkswirtschaftliche Verantwortung der Banken?, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 1. Jg., S. 337-356.
- HENNERKES, BRUN-HAGEN (Hrsg.) (1998), Unternehmenshandbuch Familiengesellschaften: Sicherung von Unternehmen, Vermögen und Familie, 2. Aufl., Köln et al.
- HGB, Handelsgesetzbuch vom 10. Mai 1897 (RGBl. 1897, S. 219) unter Berücksichtigung der ergangenen Änderungen.
- HILLEBRANDT, FRANCA/SCHREMPER, RALF (2001), Analyse des Gleichbehandlungsgrundsatzes beim Rückkauf von Vorzugsaktien, in: BetriebsBerater, 56. Jg., S. 533-538.
- HIRSCH, RICHARD (1888), Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft, Göttingen.

- HOERETH, ULRIKE/SCHIEGL, BRIGITTE/ZIPFEL, LARS (2002), Alles rund ums Halbeinkünfteverfahren, in: [http://www.ey.com/global/vault.nsf/Germany/STH_Halbeinkuenfteverfahren/\\$file/Halbeinkuenfteverfahren.pdf](http://www.ey.com/global/vault.nsf/Germany/STH_Halbeinkuenfteverfahren/$file/Halbeinkuenfteverfahren.pdf) (28.3.2002).
- HÖHN, REINHARD (1995), Die Geschäftsleitung der GmbH: Organisation, Führung und Verantwortung; Kontrolle durch Aufsichtsrat und Beirat, 2. Aufl., Köln.
- HOLMSTRÖM, BENGT R./TIROLE, JEAN (1989), The Theory of the Firm, in: SCHMALENSEE, R./WILLIG, R. D. (Hrsg.), Handbook of Industrial Organization, Volume I, Amsterdam, S. 63-133.
- HOMMELHOFF, PETER/KLEINDIEK, DETLEF (1992), Flexible Finanzierungsinstrumente im GmbH-Recht: Das eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen zwischen Nachschußkapital und Finanzplankredit, in: LUTTER, MARCUS/ULMER, PETER/ZÖLLNER, WOLFGANG (Hrsg.), Festschrift 100 Jahre GmbH-Gesetz, Köln, S. 421-445.
- HUCKE, ANJA (1996), Gesellschafter und Geschäftsführer der GmbH: juristische und ökonomische Analyse, Wiesbaden.
- HÜFFER, UWE (2002), Aktiengesetz (Beck'sche Kurz-Kommentare; Band 53), 5. Aufl., München.
- IKENBERRY, DAVID/LAKONISHOK, JOSEF/VERMAELEN, THEO (1995), Market Underreaction to Open Market Share Repurchases, in: Journal of Financial Economics, Vol. 39, S. 181-208.
- INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (Hrsg.) (2002), International Accounting Standards 2002 (Deutsche Ausgabe), Stuttgart.
- JAGANNATHAN, MURALI/STEPHENS, CLIFFORD P. (2001), Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs, Working Paper, University of Missouri-Columbia.
- JAGANNATHAN, MURALI/STEPHENS, CLIFFORD P./WEISBACH, MICHAEL S. (2000), Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases, in: Journal of Financial Economics, Vol. 57, S. 355-384.
- JAMES, HAROLD (1986), The German Slump, Politics and Economics 1924-1936, Oxford.
- JENSEN, MICHAEL C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: American Economic Review, Vol. 76, S. 323-329.
- JENSEN, MICHAEL C./MECKLING, WILLIAM H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, S. 305-360.

- JOLLS, CHRISTINE (1998), Stock Repurchases and Incentive Compensation, NBER Working Paper Series, Working Paper 6467.
- KALE, JAYANT R./NOE, THOMAS H./GAY, GERALD D. (1989), Share Repurchase through Transferable Put Rights, in: Journal of Financial Economics, Vol. 25, S. 141-160.
- KELLERHALS, B. PHILIPP/RAUSCH, ELMAR (2000), Die Liberalisierung von Aktienrückkäufen, Bundesdeutsche Erfahrungen, in: Aktiengesellschaft, 45. Jg., S. 222-225.
- KESSELMEIER, BARBARA (1989), Ausschließungs- und Nachfolgeregelung in der GmbH-Satzung, Köln et al.
- KIM, JAEMIN/SCHREMPER, RALF (2002), Cross-Country Examination of Open Market Repurchase Regulations: Do they Create a Conflict of Interest in the U.S.?, Working Paper, University of Oregon.
- KLEIN, APRIL/ROSENFELD, JAMES (1988), Targeted Share Repurchases and Top Management Changes, in: Journal of Financial Economics, Vol. 20, S. 493-506.
- KLINGBERG, DIETGARD (1998), Der Aktienrückkauf nach dem KonTraG aus bilanzieller und steuerlicher Sicht, in: Betriebs-Berater, 53. Jg., S. 1575-1581.
- KOEPPEL, WILHELM (1931), Oeffentlichkeit und Aktienrecht zur Kurspflege, in: Bank-Archiv, Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen, 31. Jg., S. 74-76.
- KÖKE, JENS (2001), New Evidence on Ownership Structures in Germany, in: Kredit und Kapital, 34. Jg., S. 257-292.
- KORNBLUM, UDO (1994), Rechtstatsachen zur GmbH aus Württemberg und aus den neuen Bundesländern, in: GmbHRundschau, 85. Jg., S. 505-524.
- KRAFT, GERHARD/ALTVATER, CHRISTIAN (1998), Die zivilrechtliche, bilanzielle und steuerliche Behandlung des Rückkaufs eigener Aktien, in: Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht, 1. Jg., S. 448-452.
- KSTG, Körperschaftsteuergesetz vom 31. August 1976 (BGBl. I 1976, S. 2597, S. 2599) unter Berücksichtigung der ergangenen Änderungen.
- KÜBLER, FRIEDRICH (1999), Gesellschaftsrecht – Die privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regelungsprobleme von Verbänden und Unternehmen, 5. Aufl., Heidelberg.
- LANGNER, SABINE (1999), Mergers & Acquisitions - Kauf in Bar oder gegen Aktien, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 28. Jg., S. 543-546.

- LA PORTA, RAFAEL/LOPEZ-DE-SILANES, FLORENCIO/SHLEIFER, ANDREI (1999), Corporate Ownership around the World, in: Journal of Finance, Vol. 54, S. 471-517.
- LA PORTA, RAFAEL/LOPEZ-DE-SILANES, FLORENCIO/SHLEIFER, ANDREI/VISHNY, ROBERT W. (1997), Legal Determinants of External Finance, in: Journal of Finance, Vol. 52, S. 1131-1150.
- LA PORTA, RAFAEL/LOPEZ-DE-SILANES, FLORENCIO/SHLEIFER, ANDREI/VISHNY, ROBERT W. (1998), Law and Finance, in: Journal of Political Economy, Vol. 106, S. 1113-1155.
- LELAND, HAYNE/PYLE, DAVID (1977), Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, in: Journal of Finance, Vol. 32, S. 371-387.
- LEVINE, ROSS (2000), Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?, Working Paper, Carlson School of Management, University of Minnesota.
- LINGEMANN, STEFAN/WASMANN, DIRK (1998), Mehr Kontrolle und Transparenz im Aktienrecht: Das KonTraG tritt in Kraft, in: Betriebs-Berater, 53. Jg., S. 853-862.
- LOHMEYER, KURT (1932), Der Erwerb eigener Aktien nach der Notverordnung vom 19. September 1931, Köln.
- LOWKA, SANDY (2000), Die Aktienrenditen der deutschen Großbanken in der Zeit von 1928 bis 1938, Diplomarbeit an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Humboldt Universität Berlin (Betreuer: Prof. R. Stehle PhD).
- LÜKE, ROLF E. (1958), Von der Stabilisierung zur Krise, Zürich.
- LUTTER, MARCUS (1988), § 71 Erwerb eigener Aktien, in: ZOELLNER, WOLFGANG (Hrsg), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl., Köln, S. 877-906.
- LUTTER, MARCUS/HOMMELHOFF, PETER (2000), GmbH-Gesetz: Kommentar, 15. Aufl., Köln.
- LUTZ, REINHARD (2001), Der GmbH-Gesellschafterstreit: Abberufung von der Geschäftsführung und Zwangsausschluß, München.
- MARTIN, KENNETH J. (1996), The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership, in: Journal of Finance, Vol. 51, S. 1227-1246.
- MASULIS, RONALD W. (1980), Stock Repurchases by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes, in: Journal of Finance, Vol. 35, S. 305-321.

- MAY, PETER (1992), Die Sicherung des Familieneinflusses auf die Führung der börsengehandelten Aktiengesellschaft: Zugleich ein Beitrag zur Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, Köln.
- MAYER, COLIN (1988), New Issues in Corporate Finance, in: *European Economic Review*, Vol. 32, S. 1167-1188.
- MAYER, COLIN (1990), Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development, in: HUBBARD, R. GLENN (Hrsg.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, Chicago, S. 307-332.
- MAYER, MARTIN (1992), *The Greatest ever Bank Robbery: The Collapse of the Savings and Loans Industry*, New York.
- MENICHETTI, MARCO J. (1996), Aktien-Optionsprogramme für das Top-Management – Mit kritischer Analyse aktueller Beispiele, in: *Der Betrieb*, 49. Jg., S. 1688-1692.
- MEYER, JUSTUS (2002), Die GmbH und andere Handelsgesellschaften im Spiegel empirischer Forschung (I), in: *GmbH Rundschau*, 93. Jg., S. 177-189.
- MIESSNER, HERWART (1933), Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft nach der Notverordnung vom 19. September 1931, *Alfeld/Leine*.
- MODIGLIANI, FRANCO/MILLER, MERTON H. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: *American Economic Review*, Vol. 48, S. 261-297.
- MODIGLIANI, FRANCO/MILLER, MERTON H. (1961), Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, in: *Journal of Business*, Vol. 34, S. 411-433.
- MODIGLIANI, FRANCO/MILLER, MERTON H. (1963), Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, in: *American Economic Review*, Vol. 53, S. 433-443.
- MÖRSS, EUGEN VON (1906), *Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft*, Leipzig.
- MOXTER, ADOLF (1983), *Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., Wiesbaden.
- MÜLLER-GOERNE, WALTHER (1934), *Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft*, *Alfeld/Leine*.
- MYERS, STEWART (1977), Determinants of Corporate Borrowing, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, S. 147-175.
- MYERS, STEWART/MAJLUF, NICHOLAS (1984), Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, S. 187-221.

- NEMEC, EDITH (1999), Kapitalstruktur und Corporate Governance in bankorientierten Finanzsystemen, Wiesbaden.
- NETTER, JEFFRY M./MITCHELL, MARK L. (1989), Stock-Repurchase Announcements and Insider Transactions after the October 1987 Stock Market Crash, in: Financial Management, Vol. 18, S. 84-96.
- NEUS, WERNER (1995), Zur Theorie der Finanzierung kleinerer Unternehmen, Wiesbaden.
- NORDHOFF, KARL (1933), Über die Liquiditätsfrage, in: Untersuchungsausschuß für das Bankwesen 1933 (Hrsg.), Untersuchung des Bankwesens 1933, I. Teil, 1. Band, Berlin, S. 475-491.
- OFER, AHARON R./THAKOR, ANJAN V. (1987), A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends, in: Journal of Finance, Vol. 42, S. 365-394.
- O.V. (1997), Krupp/Thyssen - Abfindungsangebot in den nächsten Tagen - Deutsche Bank will Exempel für Finanzplatz Deutschland statuieren - Vogel wehrt sich gegen Crommes Offerte, in: Handelsblatt vom 19.03.1997, Nr. 055, S. 11.
- O.V. (1998), Immer mehr Unternehmen planen Aktienrückkauf, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 24.06.1998, Nr. 143, S. 30.
- O.V. (1998), Ruhrfusion - Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz kündigt Spruchstellenverfahren an - Thyssen ist genau doppelt soviel wert wie Krupp, in: Handelsblatt vom 14.09.1998, Nr. 176, S. 14.
- O.V. (2000), Auch nach einer Einigung in der Übernahmeschlacht um Mannesmann - Viele Fragen sind noch offen, in: Handelsblatt vom 04.02.2000, Nr. 025, S. 26.
- O.V. (2001), Übernahmegesetz gibt Vorständen mehr Abwehrrechte, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 17.11.2001, Nr. 268, S. 13.
- O.V. (2002), Aktienrückkäufe fallen unter Übernahmegesetz, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 03.05.2002, Nr. 102, S. 17.
- PELLENS, BERNHARD/HILLEBRANDT, FRANCA (2001), Vorzugsaktien vor dem Hintergrund der Corporate Governance-Diskussion, in: Aktiengesellschaft, 46. Jg., S. 57-67.
- PELLENS, BERNHARD/SCHREMPER, RALF (1999), Aktienrückkauf in Deutschland – Eine theoretische und empirische Untersuchung der Erwerbsmotive, Arbeitsbericht Nr. 76 des Instituts für Unternehmensführung und Unternehmensforschung, Ruhr-Universität Bochum.

- PELLENS, BERNHARD/SCHREMPER, RALF (2000), Theorie und Praxis des Aktienrückkaufs in den USA und in Deutschland, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 52. Jg., S. 132-156.
- PELTZER, OLIVER (1998), Die Neuregelung des Erwerbs eigener Aktien im Lichte der historischen Erfahrungen, in: Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 52. Jg., S. 322-331.
- PIEPENBURG, MANFRED (1996), Sind die Vorschriften zum Rückkauf eigener Aktien noch zeitgemäß?, in: Betriebs-Berater, 51. Jg., S. 2582-2585.
- PONGS & ZAHN AKTIENGESELLSCHAFT (2000), Ad hoc-Mitteilung gem. § 15 WpHG: Erwerb eigener Aktien, in: www.pongsundzahn.de/html/fr_inv.html (20.12.2002).
- PONTZEN, MARTIN (1999), Die deutsche Bankenkrise 1931: Gründe, Ursachen, Auslöser, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 52. Jg., S. 19-20.
- PÖTZSCH, THORSTEN (2002), Das neue Übernahmerecht: Texte, Materialien, Erläuterungen, Köln.
- RAMS, ANDREAS (1997), Aktienrückkauf: Flexibilisierung der Unternehmensfinanzierung, in: Die Bank, 37. Jg., S. 216-221.
- REICHERT, JOCHEN/HARBARTH, STEPHAN (2001), Veräußerung und Einziehung eigener Aktien, in: ZIP, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, 22. Jg., S. 1441-1451.
- ROBIN, ASHOK J. (1991), The Impact of the 1986 Tax Reform Act on Ex-Dividend Day Returns, in: Financial Management, Vol. 20, S. 60-70.
- ROE, MARK J. (1993), Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States, in: Yale Law Journal, Vol. 102, S. 1927-2003.
- ROSS, STEPHEN A. (1977), The Determination of Financial Structure: the Incentive-Signalling Approach, in: Bell Journal of Economics, Vol. 8, S. 23-40.
- RUDOLPH, BERND (2000), Ökonomische Gesichtspunkte für die Wahl der Akquisitionswährung und Akquisitionsfinanzierung, in: PICOT, ARNOLD (Hrsg.), Management von Akquisitionen: Akquisitionsplanung und Integrationsmanagement, Stuttgart, S. 131-151.
- RYBCZYNSKI, TADEUSZ M. (1984), Industrial Financial Systems in Europe, U.S. and Japan, in: Journal of Economic Behavior and Organization, Vol. 5, S. 275-286.
- SCHMIDT, KERSTIN (1995), Wechselseitige Beteiligungen im Gesellschafts- und Kartellrecht, Frankfurt am Main et al.

- SCHMIDT, REINHARD H. (1988), Neuere Property Rights-Analysen in der Finanzierungstheorie, in: BUDÄUS, DIETRICH ET AL. (Hrsg.), Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte, Wiesbaden, S. 239-267.
- SCHMIDT, REINHARD H./GROHS, STEFANIE (1999), Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa - ein Forschungsprogramm, Working Paper Series: Finance and Accounting, No. 43, Universität Frankfurt/Main.
- SCHMIDT, REINHARD H./HACKETHAL, ANDREAS/TYRELL, MARCEL (2001), The Convergence of Financial Systems in Europe, Working Paper Series: Finance and Accounting, No. 75, Universität Frankfurt/Main.
- SCHMIDT, REINHARD H./SPINDLER, GERALD (2000), Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity, Working Paper Series: Finance and Accounting, No. 27, Universität Frankfurt/Main.
- SCHMIDT, REINHARD H./TERBERGER, EVA (1997), Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl., Wiesbaden.
- SCHÖN, SIEGFRIED (1936), Geschichte und Wesen der eigenen Aktie, Würzburg.
- SCHREMPER, RALF (2002), Aktienrückkauf und Kapitalmarkt: eine theoretische und empirische Analyse deutscher Aktienrückkaufprogramme, Frankfurt am Main et al.
- SCHULTZE-PETZOLD, DIRK (1991), Die GmbH als Trägerin eigener Geschäftsanteile, Frankfurt am Main et al.
- SCHÜRMMANN, WALTER/KÖRFGEN, KURT (1987), Familienunternehmen auf dem Weg zur Börse: Ein Leitfaden für potentielle Börsenkandidaten mit Beispielen aus der Praxis, 2. Aufl., München.
- SHLEIFER, ANDREI/VISHNY, ROBERT W. (1986), Large Shareholders and Corporate Control, in: Journal of Political Economy, Vol. 94, S. 461-488.
- SHLEIFER, ANDREI/VISHNY, ROBERT W. (1997), A Survey of Corporate Governance, in: Journal of Finance, Vol. 52, S. 737-783.
- SOUFLEROS, ILIAS (1983), Ausschließung und Abfindung eines GmbH-Gesellschafters, Köln.
- STATISTISCHES BUNDESAMT (Hrsg.) (2001), Pressemitteilung: 19 % mehr Unternehmensinsolvenzen im 1. Halbjahr 2001, in: <http://www.destatis.de/presse/deutsch/pm2001/p3680132.htm> (1.10.2002).
- STEPHENS, CLIFFORD P./WEISBACH, MICHAEL S. (1998), Actual Share Re-acquisitions in Open-Market Repurchase Programs, in: Journal of Finance, Vol. 53, S. 313-333.

- STUCKEN, RUDOLF (1976), Schaffung der Reichsmark, Reparationsregelungen und Auslandsanleihen, Konjunkturen (1924-1930), in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975, Frankfurt am Main, S. 249-281.
- STULZ, RENÉ (1990), Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, in: Journal of Financial Economics, Vol. 26, S. 3-27.
- STURM, NORBERT (2002), Erbstreit bei Giesecke & Devrient weitet sich aus – Es geht um Steuerschuld und Bundesbankforderung, in: Süddeutsche Zeitung vom 05.08.2002, Nr. 179, S. 20.
- TERBERGER, EVA (1994), Neo-institutionalistische Ansätze: Entstehung und Wandel, Anspruch und Wirklichkeit, Wiesbaden.
- TERBERGER, EVA (1995), Bankenaufsicht, in: GERKE, WOLFGANG/STEINER, MANFRED (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Aufl., Stuttgart, S. 151-163.
- TERBERGER, EVA (2000), Bankenaufsicht und Asienkrise, in: SCHUBERT, RENATE (Hrsg.), Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – das Beispiel der Asienkrise, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge, Band 276, Berlin, S. 91-115.
- UNTERSUCHUNGS-AUSSCHUSS FÜR DAS BANKWESEN 1933 (1934), Untersuchung des Bankwesens 1933, II. Teil, Statistiken, Berlin.
- VEIT, OTTO (1961), Grundriß der Währungspolitik, 2. Aufl., Frankfurt am Main.
- VERMAELEN, THEO (1981), Common Stock Repurchases and Market Signalling, An Empirical Study, in: Journal of Financial Economics, Vol. 9, S. 139-183.
- VOGELSANG, MARTIN (1995), Die Macht der Banken: Ein gesellschaftspolitisches Problem in der Analyse moderner ökonomischer Theorieansätze, München.
- WAGNER, FRANZ X. W. (1997), Shareholder Value: Eine neue Runde im Konflikt zwischen Kapitalmarkt und Unternehmensinteresse, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 49. Jg., S. 473-498.
- WANSLEY, JAMES W./LANE, WILLIAM R./SARKAR, SALIL (1989), Managements' View on Share Repurchase and Tender Offer Premiums, in: Financial Management, Vol. 18, S. 97-110.
- WASTL, ULRICH/WAGNER, FRANZ (1997a), Das Phänomen der wechselseitigen Beteiligungen aus juristischer Sicht, Frankfurt am Main et al.
- WASTL, ULRICH/WAGNER, FRANZ (1997b), Wechselseitige Beteiligungen im Aktienrecht, in: Aktiengesellschaft, 42. Jg., S. 241-250.

WEISBENNER, SCOTT J. (2000), Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play?, Working Paper, Massachusetts Institute of Technology.

WPHG, Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz) vom 26. Juli 1994 (BGBl. I 1994, S. 1749) in der Fassung der Bekanntmachung vom 17. September 1998 (BGBl. I 1998, S. 2709) unter Berücksichtigung der ergangenen Änderungen.