

Bösch, Martin; Ude, Elisabeth

Research Report

Aktienrückkaufprogramme in Deutschland

Wirtschaftswissenschaftliche Schriften, No. 01/2014

Provided in Cooperation with:

Ernst-Abbe-Hochschule Jena, University of Applied Sciences, Department for Business Administration

Suggested Citation: Bösch, Martin; Ude, Elisabeth (2014) : Aktienrückkaufprogramme in Deutschland, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften, No. 01/2014, Ernst-Abbe-Hochschule Jena, Fachbereich Betriebswirtschaft, Jena,
<https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:gbv:27-20141110-154302-9>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/105261>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Wirtschaftswissenschaftliche Schriften

Aktienrückkaufprogramme in Deutschland

**Martin Bösch
Elisabeth Ude**

Heft 01 / 2014

Fachbereich Betriebswirtschaft

**Schriftenreihe: Wirtschaftswissenschaftliche Schriften,
Jahrgang 2014, Heft 1**

Reihe: Finanzwirtschaft und Kapitalmärkte

Herausgeber: Prof. Dr. Martin Bösch

Autor: Martin Bösch
Elisabeth Ude

ISSN 1868-1697
ISBN 3-939046-39-6

Redaktion:
Thomas Sauer, Guido A. Scheld, Matthias-W. Stoetzer

Ernst-Abbe-Hochschule Jena, Fachbereich Betriebswirtschaft
Carl-Zeiss-Promenade 2
D-07745 Jena
Tel.: 03641-205-550
Fax: 03641-205-551

Erscheinungsort: Jena

Die vorliegende Publikation wurde mit größter Sorgfalt erstellt, Verfasser und Herausgeber können für den Inhalt jedoch keine Gewähr übernehmen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Vervielfältigung, Übersetzung, Mikroverfilmung und Einspeicherung in elektronische Systeme des gesamten Werkes oder Teilen daraus bedarf – auch für Unterrichtszwecke – der vorherigen Zustimmung der Ernst-Abbe-Hochschule Jena, Fachbereich Betriebswirtschaft und des Autors.

Printed in Germany

Abstract

Aktienrückkäufe haben eine bewegte Vergangenheit in Deutschland und waren wegen ihres Missbrauchspotenzials lange Zeit verboten. Auch aktuell existieren detaillierte rechtliche Beschränkungen, um Gläubiger und Aktionäre zu schützen.

Ein Schwerpunkt der vorliegenden Arbeit liegt auf der betriebswirtschaftlichen Betrachtung der ökonomischen Anreize zur Durchführung von Aktienrückkäufen. Ferner wird der konkrete Umfang von Aktienrückkäufen bei DAX-Unternehmen im Zeitraum zwischen 1998 und 2013 ermittelt. Dabei zeigt sich eine signifikante Zunahme der Aktienrückkaufaktivitäten bis 2008, die durch die Finanzmarktkrise abrupt beendet wurde. Seitdem wird das Instrumentarium nur noch vereinzelt eingesetzt.

Ein wesentlicher Bestandteil der Arbeit ist eine Online-Befragung der im DAX, TecDAX, MDAX und SDAX vertretenen Unternehmen. Die Umfrage ermittelt die drei wichtigsten Gründe für Aktienrückkaufprogramme: Die Ausschüttung überschüssiger Liquidität, die Signalisierung einer Unterbewertung sowie ihr Einsatz als Akquisitionswährung. Auf der anderen Seite scheuten Unternehmen Aktienrückkaufprogramme immer dann, wenn die dafür erforderlichen Finanzmittel intern rentabel eingesetzt werden konnten und/oder wenn zu befürchten war, dass das Programm am Kapitalmarkt als Zeichen mangelnder Investitionsmöglichkeiten angesehen werden könnte.

Schlagwörter: Aktienrückkaufprogramm, Rückkauf von Aktien, Aktieneinziehung, Signalwirkung, Motiv für Aktienrückkauf, Bilanzierung von Aktienrückkäufen, Aktienrückkaufprogramm und Kursentwicklung, Umfang von Aktienrückkäufen, Aktienrückkauf und Dividendenausschüttung

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----------|
| Inhaltsverzeichnis..... | I |
| I. Abbildungsverzeichnis..... | III |
| II. Tabellenverzeichnis..... | III |
| III. Abkürzungsverzeichnis | IV |
| TEIL A: EINFÜHRUNG..... | 1 |
| 1. Zielstellung | 1 |
| 2. Terminologische Abgrenzung..... | 2 |
| TEIL B: THEORETISCHE GRUNDLAGEN | 3 |
| 1. Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland..... | 3 |
| 1.1 Gesetzliche Regelung des § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG | 5 |
| 1.2 Gesetzliche Regelung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG | 6 |
| 2. Bilanzielle Behandlung eigener Aktien | 7 |
| 2.1 Rückkauf der eigenen Aktien | 7 |
| 2.2 Einziehung der eigenen Aktien | 10 |
| 2.3 Wiederveräußerung der eigenen Aktien..... | 10 |
| 3. Erwerbsformen von eigenen Aktien..... | 11 |
| 4. Motive zur Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen..... | 12 |
| 4.1 Ausschüttung überschüssiger Liquidität..... | 12 |
| 4.2 Optimierung der Kapitalstruktur | 15 |
| 4.3 Signalisierung einer Unterbewertung | 16 |
| 4.4 Auswirkungen auf den Aktienkurs | 17 |
| 4.5 Abwehr feindlicher Übernahmeversuche | 20 |
| 4.6 Einsatz als Akquisitionswährung..... | 21 |
| 4.7 Einflussnahme auf den Aktionärskreis | 22 |
| 5. Potenzielle Gefahren von Aktienrückkaufprogrammen | 23 |
| 5.1 Gefahren für die Unternehmung | 23 |
| 5.2 Gefahren für die Gläubiger..... | 24 |
| 5.3 Gefahren für die Aktionäre | 25 |

| | |
|---|-----------|
| 5.4 Gefahren für den Kapitalmarkt | 26 |
| TEIL C: EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG | 28 |
| 1. Fragestellung..... | 28 |
| 2. Methodisches Vorgehen..... | 28 |
| 2.1 Design der Studie | 28 |
| 2.2 Datenerhebung | 31 |
| 2.3 Datenauswertung..... | 32 |
| 3. Ergebnisse | 32 |
| 3.1 Ergebnisse der Sekundärforschung..... | 32 |
| 3.2 Ergebnisse des Online-Fragebogens..... | 35 |
| TEIL D: FAZIT..... | 41 |
| TEIL E: Anhang..... | i |
| E.1 Gesetzliche Regelungen der §§ 71 bis 71e AktG | i |
| E.2 Rechenbeispiel Aktienrückkaufprogramme | iv |
| E.3 Daten der Sekundärforschung | vi |
| E.4 Online-Fragebogen..... | xii |
| E.5 Ergebnisse des Online-Fragebogens | xviii |
| E.6 Literaturverzeichnis..... | xxv |
| Printquellen | xxv |
| Onlinequellen | xxvii |
| Sonstige Quellen..... | xxix |

I. Abbildungsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Abb. 1: Motive zur Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen | 12 |
| Abb. 2: Leverage-Effekt bei Aktienrückkäufen | 15 |
| Abb. 3: Jährliches Volumen der Aktienrückkäufe und Dividendenzahlungen der DAX 30 Unternehmen von 1999 bis 2013 in Mrd. Euro | 33 |
| Abb. 4: Vorhandensein einer Ermächtigung der DAX 30 Unternehmen 2013, n = 30 | 35 |
| Abb. 5: „Existierte in den letzten fünf Jahren eine Ermächtigung zum Rückkauf eigener Aktien?“, n = 58 | 36 |
| Abb. 6: Umfang Aktienrückkäufe, n = 48 | 36 |
| Abb. 7: Auswirkungen auf den Aktienkurs, n = 26 | 37 |
| Abb. 8: „Sind zukünftige Aktienrückkäufe geplant?“, n = 58 | 38 |
| Abb. 9: Gründe zur Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen, n = 54 | 38 |
| Abb. 10: Gründe gegen die Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen, n = 58 | 40 |

II. Tabellenverzeichnis

| | |
|---|----|
| Tab. 1: Erwerbsanlässe des § 71 Abs. 1 AktG nach aktueller Rechtslage | 5 |
| Tab. 2: Handelsbilanz in Mio. Euro vor und nach einem Aktienrückkauf | 9 |
| Tab. 3: Handelsbilanz in Mio. Euro vor und nach Einziehung der eigenen Aktien | 10 |
| Tab. 4: Abnormale Renditen im Intervall [-1;+1] ausgewählter Studien für den deutschen Kapitalmarkt | 19 |
| Tab. 5: Zusammensetzung der Stichprobe | 29 |
| Tab. 6: Zusammensetzung der Indexzugehörigkeit der effektiven Stichprobe | 32 |
| Tab. 7: Relevanz der Rückkaufmotive in ausgewählten Studien | 40 |

III. Abkürzungsverzeichnis

| | |
|----------|--|
| AktG | Aktiengesetz |
| ARUG | Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie |
| BaFin | Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht |
| BilMoG | Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz |
| CDAX | Composite DAX |
| DAX 30 | Deutscher Aktienindex |
| EK | Eigenkapital |
| EPS | Earnings per Share (Gewinn pro Aktie) |
| FK | Fremdkapital |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| KGV | Kurs-Gewinn-Verhältnis |
| KonTraG | Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich |
| MDAX | Mid-Cap-DAX |
| Mio. | Million(en) |
| Mrd. | Milliarde(n) |
| n | Stichprobenumfang |
| r_{EK} | Eigenkapitalrentabilität |
| r_{GK} | Gesamtkapitalrentabilität |
| SDAX | Small-Cap-DAX |
| SE | Societas Europaea (Europäische Aktiengesellschaft) |
| TecDAX | Deutscher Technologieindex |
| US-GAAP | United States Generally Accepted Accounting Principles (Allgemein anerkannte Rechnungslegungsgrundsätze der Vereinigten Staaten) |
| WACC | Weighted Average Costs of Capital (gewichtete, durchschnittliche Kapitalkosten) |
| WpHG | Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz) |
| WpÜG | Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz |

TEIL A: EINFÜHRUNG

1. Zielstellung

„*There is no greater expression of confidence than to repurchase your own shares.*“¹ Auf ein solch wirkungsvolles Signal sollten Unternehmen heutzutage nicht mehr verzichten müssen. Wie Karl F. Slacik, CFO von Levi Strauss & Co, bereits 1984 äußerte, stellen Aktienrückkäufe eine Möglichkeit dar, erheblichen Einfluss auf die Resonanz am Kapitalmarkt zu nehmen. Doch Aktienrückkaufprogramme bieten zahlreiche weitere Vorteile und Chancen und führen so zu einer Steigerung der Attraktivität des deutschen Finanzplatzes. In den USA zählen Aktienrückkäufe bereits zum Standardrepertoire von börsennotierten Unternehmen. Seit der Einführung des zweckungebundenen Erwerbes eigener Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG im Zuge des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Jahr 1998 nahm die Bedeutung von Aktienrückkäufen auch in Deutschland stetig zu. Zu Beginn fand eine positive Begrüßung des neuen Instrumentes des Finanzmanagements statt. Mittlerweile konnten Unternehmen umfangreiche Erfahrungen mit der neuen Liberalisierung sammeln, wodurch sich auch die negativen Seiten offenbart haben, die sich in der bewegten Vergangenheit der Aktienrückkäufe immer wieder zeigten. In diesem Zusammenhang differieren die Ansichten über die Zulässigkeit von Aktienrückkaufprogrammen stark. Denn auf der anderen Seite werden Aktienrückkäufe bezeichnet als „*Kursmanipulation*“², „*große[r] Bluff*“³, „*Armutzeugnis*“⁴, „*Kurskosmetik*“⁵, „*Kapitalmarktmode, [der die Unternehmen] wie Lemminge [folgen]*“⁶ sowie als „*[ledigliche] Symptombekämpfung, [bei der die] fundamentalen Probleme bleiben*“⁷. Dies verdeutlicht, dass bei dem Erwerb eigener Aktien immense Gefahren für die Unternehmung selbst, ihre Gläubiger und Aktionäre sowie den gesamten Kapitalmarkt lauern.

Die Thematik der Aktienrückkäufe findet in der aktuellen Literatur kaum Beachtung. Verstärkte Aufmerksamkeit erlangte das Thema lediglich in den Jahren nach der Einführung der Liberalisierung im Zuge des KonTraG. Seitdem finden aktuellere Betrachtungen größtenteils in der juristischen Literatur ihren Einzug. Aktuelle Studien zur Thematik sind nicht vorzufinden. Deshalb soll in diesem Rahmen eine Befassung mit den ökonomischen Anreizen von Aktienrückkaufprogrammen aus betriebswirtschaftlicher Sicht erfolgen.

¹ Wayne (1984), o.S.; zitiert nach: Asquith und Mullins (2010), S. 34.

² Pluta (1996), S. 13.

³ Maier (1998), S. 36.

⁴ Schürmann (2000), 271.

⁵ Wilke (2000), S. 30.

⁶ Steltzner (2009), o.S.

⁷ Wilke (2000), S. 30.

2. Terminologische Abgrenzung

Bei einem Aktienrückkaufprogramm⁸ handelt es sich um einen Erwerb eigener Aktien durch ein Unternehmen⁹. Dazu ist zunächst der Begriff der Aktie zu klären. Bei Aktien handelt es sich um an der Börse gehandelte Wertpapiere, die ein verbrieftes Mitgliedschaftsrecht an einem Unternehmen verkörpern. Jede Aktie repräsentiert einen bestimmten Anteil am Eigenkapital einer Unternehmung. Auf der einen Seite beschafft sich die Unternehmung dadurch Eigenkapital in Form einer Beteiligungsfinanzierung. Auf der anderen Seite können Anleger dieses Kapital zur Verfügung stellen und sich am Erfolg des Unternehmens beteiligen. Damit entstehen den Aktionären gleichermaßen Mitgliedschaftspflichten sowie Verwaltungs- und Vermögensrechte, die sich nach der Anzahl der gehaltenen Aktien richten. Die Mitgliedschaftspflicht stellt die Leistung einer Einlage dar, während die Verwaltungsrechte das Stimmrecht in der Hauptversammlung sowie das Auskunfts- und Anfechtungsrecht umfassen. Bei den Vermögensrechten handelt es sich um einen Anspruch auf Dividenden, einen Liquidationserlös sowie eventuelle Bezugsrechte.¹⁰ Da die Aktien an der Börse gehandelt werden, sind diese in der Regel nicht personengebunden und können jederzeit erworben bzw. veräußert werden.¹¹

Bei eigenen Aktien handelt es sich um Aktien, welche die Unternehmung zunächst selbst emittiert hatte und anschließend zurückkaufte. Diese sind von Vorratsaktien abzugrenzen, die bei der Gründung oder einer Kapitalerhöhung geschaffen, aber noch nicht an die Aktionäre ausgegeben wurden.¹² Da der Erwerb den Übergang des Mitgliedschaftsrechtes auf den Erwerber beinhaltet, erwirbt die Unternehmung folglich eine Mitgliedschaft an sich selbst. Aus diesem Grund wurde die Zulässigkeit von Aktienrückkäufen lange Zeit in Frage gestellt. Nach aktueller Rechtslage ruhen die Rechte der eigenen Aktien im Besitz der Unternehmung jedoch. Deshalb stellt der Rückkauf kein Anschaffungsgeschäft dar, sondern eine Ausschüttung an die Aktionäre, die mit einer wirtschaftlichen Reduktion des Eigenkapitals der Gesellschaft einhergeht.

Das dingliche Rechtsgeschäft des Erwerbes kann dabei entgeltlich oder unentgeltlich – im Rahmen von Schenkung oder Erbschaft – vollzogen werden. In der vorliegenden Arbeit findet eine ausschließliche Betrachtung des entgeltlichen Erwerbes statt.

⁸ Die Begriffe Aktienrückkaufprogramm, Aktienrückkauf, Rückkaufaktion, Rückerwerb, Rückkauf, Rückkauf eigener Aktien, Erwerb eigener Aktien sowie Buyback werden im Folgenden synonym verwendet.

⁹ Die Begriffe Unternehmen, Unternehmung sowie Gesellschaft werden ebenfalls synonym verwendet und beziehen sich in der vorliegenden Arbeit stets auf eine Gesellschaft, die durch das Aktiengesetz geregelt wird (dies betrifft namentlich die Aktiengesellschaft, die Kommanditgesellschaft auf Aktien sowie die Rechtsform der Societas Europaea).

¹⁰ Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon (2014), o.S.

¹¹ Eine Ausnahme stellt die vinkulierte Namensaktie dar, deren Veräußerung genehmigungspflichtig ist.

¹² Vgl. Benckendorff (1998), S. 35.

TEIL B: THEORETISCHE GRUNDLAGEN

1. Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland

Momentan regeln die § 71 bis 71e AktG den Erwerb eigener Aktien in Deutschland.¹³ Neben einem grundsätzlichen Rückerwerbsverbot umfasst der § 71 Abs. 1 AktG acht Ausnahmetatbestände, in welchen ein Erwerb zulässig ist. Dies sind folgende:

- Zur Abwendung eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens (gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG),
- Zur Bedienung von Aktienoptionsprogrammen für Mitarbeiter (gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG),
- Zur Abfindung von Aktionären bei Unternehmensumwandlungen (gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 3 AktG),
- Durch unentgeltlichen Erwerb oder wenn ein Kreditinstitut die Einkaufskommission durchführt (gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 4 AktG),
- Im Rahmen der Gesamtrechtsnachfolge (gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 5 AktG),
- Zur Kapitalherabsetzung, d.h. zur anschließenden Einziehung der Aktien (gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 6 AktG),
- Zum Eigenhandel bei Kreditinstituten, Finanzdienstleistungsunternehmen oder Finanzunternehmen (gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG), sowie
- Ohne gesetzliche Zweckvorgabe (gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG).

Der Umfang von Aktienrückkäufen ist grundsätzlich auf eine Höhe von zehn Prozent des Grundkapitals beschränkt.¹⁴ Zur Berechnung der Bestandsgrenze wird die Position des Grundkapitals der Passivseite zum Zeitpunkt des Erwerbes herangezogen. Dabei ist es gemäß § 71d AktG irrelevant, ob die Gesellschaft die Aktien selbst erwirbt oder dies durch einen Dritten auf Rechnung des Unternehmens, ein abhängiges Unternehmen oder ein im Mehrheitsbesitz der Gesellschaft befindliches Unternehmen (z.B. Tochtergesellschaft) durchgeführt wird. Gemäß § 71e AktG werden als Pfand genommene eigene Aktien den erworbenen eigenen Aktien ebenfalls gleich gestellt. Der § 71a AktG regelt die Nichtigkeit von Umgehungsgeschäften.¹⁵ Außerdem dürfen gemäß § 71 Abs. 2 Satz 3 AktG lediglich voll eingezahlte Aktien zurückerworben werden.¹⁶

¹³ Diese sind im Anhang unter „E.1 Gesetzliche Regelungen der §§ 71 bis 71e AktG“ einzusehen.

¹⁴ Dies gilt für die Erwerbszwecke des § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 3, 7 und 8 AktG, vgl. § 71 Abs. 2 Satz 1 AktG. Zusätzlich ist das Rückkaufvolumen nach § 71 Abs. 1 Nr. 7 auf fünf Prozent des Grundkapitals begrenzt.

¹⁵ Bei Umgehungsgeschäften handelt es sich um die finanzielle Unterstützung Dritter durch die Unternehmung zum Erwerb der eigenen Aktien.

¹⁶ Dies gilt für die Erwerbszwecke des § 71 Abs. 1 Nr. 1, 2, 4, 7 und 8 AktG.

Des Weiteren darf der Rückkauf gemäß § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG ausschließlich mithilfe von frei verfügbaren Mitteln¹⁷ finanziert werden¹⁸, da es sich sonst um eine unzulässige Einlagenrückgewähr gemäß § 57 Abs. 1 AktG handelt. Indem eine Beschränkung auf liquide Mittel existiert, die auch im Rahmen einer Dividendenzahlung ausgeschüttet werden könnten, wird eine unbegrenzte Ausschüttung an die Aktionäre verhindert. Gemäß § 71b AktG gehen aus eigenen Aktien keine Rechte hervor,¹⁹ wodurch sich eigene Aktien im Bestand der Unternehmung wie eine Einziehung der Aktien auswirken. Sobald die Aktien an Dritte veräußert werden, leben die Rechte wieder auf.

Da der Erwerb eigener Aktien nicht absolut verboten ist, handelt es sich gemäß § 71 Abs. 4 Satz 1 AktG auch beim Missachten der Rückkaufvoraussetzungen um ein rechtswirksames Geschäft. Allerdings ist in diesem Fall das schuldrechtliche Geschäft nichtig, wodurch eine Klage auf Erfüllung nicht zulässig ist.²⁰ Hat die Unternehmung gegen § 71 Abs. 1 oder 2 AktG verstoßen, muss das Geschäft gemäß § 71c Abs. 1 AktG innerhalb eines Jahres rückabgewickelt werden. Bei einem Überschreiten der Zehn-Prozent-Grenze, müssen überschüssige Aktien innerhalb von drei Jahren wieder veräußert werden. Wird dem nicht Folge geleistet, werden die Aktien gemäß § 237 AktG eingezogen.²¹ Der Vorstand ist bei einem unzulässigen Erwerb eigener Aktien gemäß § 93 Abs. 3 Nr. 3 AktG schadensersatzpflichtig.

¹⁷ Unter frei verfügbaren Mitteln sind die freie Gewinnrücklage, der Jahresüberschuss sowie ein eventueller Gewinnvortrag zu verstehen, also diejenigen Mittel, die auch im Rahmen einer Dividendenzahlung ausgeschüttet werden können. Seit Inkrafttreten des BilMoG 2010 umfasst dies auch die ungebundene Kapitalrücklage, die beispielsweise Zahlungen von Gesellschaftern beinhaltet. Ausgeschlossen ist die Verwendung des Grundkapitals, der gebundenen Kapitalrücklage sowie der gesetzlichen und satzungsmäßigen Gewinnrücklagen, vgl. Falk (2013), S. 49 - 50.

¹⁸ Dies gilt für die Erwerbszwecke des § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 3, 7 und 8 AktG.

¹⁹ Das betrifft insbesondere das Stimmrecht sowie das Recht auf Dividendenzahlung.

²⁰ Vgl. § 71 Abs. 4 Satz 2 AktG.

²¹ Vgl. § 71c Abs. 2 und 3 AktG.

Tab. 1: Erwerbsanlässe des § 71 Abs. 1 AktG nach aktueller Rechtslage

| § 71 Abs. 1 AktG | Nr.1 | Nr.2 | Nr.3 | Nr.4 | Nr.5 | Nr.6 | Nr.7 | Nr.8 |
|---|----------------|----------------------------------|--|--|-----------------------|--|---|-------------------------------|
| Erwerbsanlass | Schadensabwehr | Aktionsprogramme für Mitarbeiter | Abfindung bei Unternehmensumwandlungen | unentgeltlicher Erwerb bzw. Einkaufskommission eines Kreditinstituts | Gesamtrechtsnachfolge | Kapitalherabsetzung | Eigenhandel bei Kreditinstituten, Finanzdienstleistungsunternehmen oder Finanzunternehmen | Ohne gesetzliche Zweckvorgabe |
| Zulässig seit | 1931 | 1959 | 1965 | 1931 bzw. 1937 | 1965 | 1931 | 1994 | 1998 |
| Ermächtigung der Hauptversammlung nötig | nein | nein | nein | nein | nein | ja | ja | ja |
| Beschränkung des prozentualen Anteils am Grundkapital | 10% | 10% | 10% | nein | nein | nein | 5% | 10% |
| Bildung einer Rücklage aus Bilanzgewinn bzw. freien Gewinnrücklagen | ja | ja | ja | nein | nein | nein, aber besondere Kapital-sicherung nach §§237 & 225 AktG | ja | ja |
| Volleinzahlung | ja | ja | nein | ja | nein | nein | ja | ja |

Quelle: Vgl. Seifert (2006), S. 31.

1.1 Gesetzliche Regelung des § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG

Die Tabelle 1 bietet einen Überblick der zulässigen Ausnahmetatbestände des Erwerbsverbotes. Gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG ist ein Erwerb eigener Aktien zur Abwendung eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens gestattet, wobei jedoch definitiv abzugrenzen ist, wann es sich um einen solchen Schaden handelt. Dieser muss zwar nicht existenzbedrohlich für die Unternehmung sein, sollte aber im Hinblick auf die Größe des Unternehmens als „erheblich“ eingestuft werden.²² Dabei muss es sich um eine Vermögenseinbuße handeln, die nicht nur den Aktionären, sondern auch der Aktiengesellschaft selbst droht. Durch das Adjektiv „unmittelbar bevorstehend“ werden potenzielle Schäden ausgeschlossen, die über eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit verfügen oder weit in der Zukunft liegen. Nach allgemeiner Ansicht kann ein entgangener Spekulationsgewinn oder ein Kursverlust nicht unter eine solche Anwendung subsumiert werden.²³ Seit der Einführung des Erwerbes ohne gesetzliche Zweckvorgabe gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG hat die Bedeutung des Erwerbes zur Schadensabwehr jedoch abgenommen.²⁴

Ein Beispiel für eine Anwendung des § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG stellt der Aktienrückkauf durch die ThyssenKrupp AG von der IFIC Holding AG im Mai 2003 dar. Letztere steht mittelbar im Anteilsbesitz der Islamischen Republik Iran. Im Rahmen eines Paketerwerbes erfolgte eine Reduzierung der Beteiligung an der ThyssenKrupp AG von 7,79 Prozent auf unter fünf Prozent. Dies wurde veranlasst, weil die amerikanische Regierung ihrem Verteidigungsministerium verbot, Geschäfte mit Unternehmen abzuschließen.

²² Benckendorff (1998) spricht auf S. 212 von einer „beachtlichen Vermögenseinbuße“.

²³ Vgl. Kopp (1996), S. 19 - 20.

²⁴ Vgl. Arnold (2013), S. 391.

ßen, die über eine Beteiligung von mehr als fünf Prozent von Staaten verfügen, die wiederholt terroristische Akte unterstützten. Da die ThyssenKrupp AG auf die amerikanische Geschäftsbeziehung angewiesen war, drohte ein Schaden einer Umsatzeinbuße von ca. 20 Prozent, welcher den Rückkauf rechtfertigte. Der Rückkaufpreis in Höhe von 24 Euro pro Aktie entsprach dem dreifachen damaligen Börsenkurs.²⁵

1.2 Gesetzliche Regelung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG

Aufgrund der geringen praktischen Relevanz der Ausnahmetatbestände gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 2 bis 7²⁶ AktG soll auf deren gesetzliche Regelung nicht näher eingegangen werden. Der Fokus wird stattdessen auf den Erwerb ohne gesetzliche Zweckvorgabe gemäß Nr. 8 gerichtet. Aufgrund des hohen Handlungsspielraumes der Unternehmung müssen die Gläubiger und Aktionäre durch zusätzliche Regelungen umfangreich geschützt werden. Zur Durchführung eines Aktienrückkaufes ist eine Ermächtigung durch die Hauptversammlung nötig, die gemäß § 133 AktG mit einer einfachen Stimmenmehrheit erwirkt werden kann. Eine solche Genehmigung ermächtigt den Vorstand, innerhalb der Gültigkeit des Beschlusses und unter Beachtung des genehmigten niedrigsten und höchsten Gegenwertes der Aktien, Aktienrückkäufe durchzuführen. Ab dem 1. September 2009 ist eine solche Genehmigung fünf Jahre gültig (vorher: 18 Monate). Im Rahmen der jährlichen Hauptversammlung kann die Ermächtigung jedoch stets erneuert werden. Sobald die Aktien in den Besitz der Unternehmung gelangt sind, existiert keine Regelung über eine maximale Haltedauer.

Die einzige Beschränkung des Zweckes besteht im Handel mit eigenen Aktien.²⁷ Bei der definitorischen Abgrenzung ist die Verhältnismäßigkeit zu prüfen²⁸, da grundsätzlich jeder Kauf und spätere Wiederverkauf einen Handel darstellt und aufgrund der Unkenntnis des zukünftigen Börsenkurses als spekulativ angesehen werden kann. In der Regierungsbegründung zum KonTraG wurde dieser Tatbestand als Verbot der „kontinuierlichen Kurspflege“ erläutert.²⁹ Das suggeriert im Umkehrschluss, dass eine kurzfristige Kurspflege legitim ist. Durch das Verbot von Spekulationen werden Gläubiger vor einer Verminderung ihrer Haftungsmasse durch Spekulationsverluste und Aktionäre vor einer Manipulation des Aktienkurses geschützt.³⁰

Des Weiteren ist nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 S. 3 und 4 AktG der Gleichbehandlungsgrundsatz gemäß § 53a AktG zu wahren. Demnach sind Aktionäre „unter gleichen Vorausset-

²⁵ Vgl. ThyssenKrupp AG (2004), S. 154 - 155.

²⁶ Vgl. Dieck (2006), S. 36.

²⁷ Der Handel mit eigenen Aktien ist lediglich Kreditinstituten, Finanzdienstleistungsunternehmen und Finanzunternehmen im Rahmen des § 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG vorbehalten.

²⁸ Die Verhältnismäßigkeit ist gegeben, wenn die Maßnahme zur Erfüllung des angestrebten Ziels geeignet, erforderlich und angemessen ist. In diesem Sinne ist eine Maßnahme geeignet, wenn sie zum Erreichen des vorgegebenen Ziels führt. Weiterhin ist eine Maßnahme erforderlich, wenn keine schonendere Methode zum Erreichen desselben Ziels vorliegt. Anschließend hat bei der Beurteilung der Angemessenheit eine sorgfältige Abwägung aller Interessen zu erfolgen.

²⁹ Vgl. Deutscher Bundestag (1998), S. 13.

³⁰ Vgl. Nekat (2009), S. 12.

zungen gleich zu behandeln“. Der Wortlaut verdeutlicht, dass es sich dabei um keine ausnahmslose Bestimmung handelt. Stattdessen beinhaltet die Regelung das Verbot einer *willkürlichen* Ungleichbehandlung, die folglich nicht sachlich zu rechtfertigen ist. Außerdem fordert der Gleichbehandlungsgrundsatz keine Ergebnisgleichheit, sondern lediglich das Einräumen einer gleichen Chance.³¹

Weiterhin müssen gewisse Publizitätspflichten eingehalten werden, um die Transparenz zu erhöhen sowie Missbräuchen vorzubeugen.³² Im Rahmen der Hauptversammlung müssen Unternehmen gemäß § 71 Abs. 3 Satz 1 AktG über den Umfang, die Erwerbsmethode sowie die Beweggründe ihrer Durchführung informieren. Außerdem ist die Vorstand gemäß § 160 Abs. 1 Nr. 2 AktG verpflichtet, im Anhang des Geschäftsberichtes umfassend über den Bestand, den Zugang sowie die Veräußerung von eigenen Aktien zu berichten. Neben den Bestimmungen des Aktiengesetzes werden Aktienrückkäufe auch durch das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) geregelt, welches der Verhinderung von Insidergeschäften dient. Die BaFin legte in ihrem Emittentenleitfaden vom 15. Juli 2005 fest, dass die *„Beschlussfassung des Vorstandes, von der Ermächtigung der Hauptversammlung zur Durchführung eines Rückkaufprogramms Gebrauch zu machen“* zum Katalog der veröffentlichungspflichtigen Insiderinformationen zählt, sofern ein Preisbeeinflussungspotenzial vorliegt.³³ Handelt es sich folglich um eine Insiderinformation, muss gemäß § 15 Abs. 1 Satz 1 WpHG eine Ad-hoc-Meldung über den Beginn eines Aktienrückkaufes erfolgen.

Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) vom 1. Januar 2002 findet keine Anwendung auf Aktienrückkäufe. Dies wurde im Rahmen der Umsetzung des Übernahmerichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 14. Juli 2006 durch die BaFin mitgeteilt. Durch eine Anwendbarkeit wäre eine erhebliche Verfahrensschwernis von öffentlichen Rückkaufangeboten auf die Unternehmen zugekommen.

2. Bilanzielle Behandlung eigener Aktien

2.1 Rückkauf der eigenen Aktien

Bis 2009 erfolgte die Bilanzierung eigener Aktien in der Regel durch eine Aktivierung als Vermögensgegenstände im Umlaufvermögen. Dabei erhöhte sich die Bilanzsumme um die Position „Eigene Anteile“ auf der Aktivseite. Auf der Passivseite wurde eine erfolgsneutrale Rücklage aus frei verfügbaren Mitteln gebildet, die als Ausschüttungssperre zum Erhalt des Gläubigerschutzes fungierte. Allerdings spiegelte diese Form der Bilanzierung den tatsächlichen wirtschaftlichen Vorgang nur bedingt aussagekräftig wider. Da

³¹ Vgl. Möller (2005), S. 107 - 108 oder Kitanoff (2009), S. 141.

³² Die Berichtspflicht an die BaFin gemäß § 71 Abs. 3 Satz 3 AktG a.F. ist seit Einführung des Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG) am 01.09.2009 entfallen. Da eine Missachtung nicht sanktioniert wurde, war die Einhaltung ohnehin unvollständig, vgl. Pertlwieser (2006), S. 27 - 28.

³³ Vgl. Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2005), S. 43 - 44.

das strenge Niederstwertprinzip³⁴ anzuwenden war, schlug sich ein Kursverlust aufgrund einer Reduktion des Jahresüberschusses doppelt zu Buche, weil gleichzeitig eine Abschreibung der eigenen Aktien vorzunehmen war. Außerdem spricht die Tatsache, dass die Rechte der zurückerworbenen Aktien erlöschen und deshalb in der eigenen Bilanz faktisch wertlos sind, gegen eine Ansetzung als Vermögensgegenstand. Bei Betrachtung des Erwerbes als Anschaffungsgeschäft findet somit kein Erhalt der Kapitalsubstanz statt.³⁵

Seit der Einführung des KonTraG im Jahr 1998 wurde deshalb eine zweite Möglichkeit der Bilanzierung zum Zwecke der anschließenden Einziehung der Aktien geschaffen, bei welcher die eigenen Aktien zu passivieren sind.³⁶ Dies gewährleistete eine Anpassung an internationale Bilanzierungspraktiken.³⁷ Im Zuge des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes (BilMoG) vom 25. Mai 2009 dürfen eigene Aktien ab 2010 nur noch als Korrekturposten zum Eigenkapital gemäß § 272 Abs. 1a HGB bilanziert werden.³⁸ Bei dieser Bilanzierungsvariante erfolgt eine Verkürzung der Bilanz, wodurch der tatsächliche Vorgang im Grunde realistischer abgebildet wird, da es sich *„bei dem Erwerb eigener Anteile [...] wirtschaftlich betrachtet nicht um einen Anschaffungsvorgang, sondern um eine Kapitalherabsetzung [handelt]“*.³⁹

Bei der Bilanzierung eigener Aktien nach aktueller Rechtslage ist der Teil der eigenen Aktien, der auf das Grundkapital entfällt⁴⁰, in der Vorspalte offen als Korrekturposten zum Grundkapital abzusetzen.⁴¹ Das unterstreicht den Ausschüttungscharakter von Aktienrückkäufen, da eine Vorbereitung zur anschließenden Einziehung der Aktien stattfindet. Auf der Aktivseite verringert sich in Höhe der Erwerbskosten der Cash-Bestand, was eine Reduktion der Bilanzsumme zur Folge hat. Die Differenz zwischen dem Erwerbspreis und dem Anteil am Grundkapital mindert die frei verfügbaren Gewinn- und Kapitalrücklagen. Demgegenüber werden Anschaffungsnebenkosten als Aufwand der Erwerbsperiode erfasst. Aufgrund der Minderung des Grundkapitals der Unternehmung durch den Korrekturposten geht der Rückkauf teilweise zu Lasten des Grundkapitals. Da das gegen die Vorschrift der Rücklagenbildung gemäß § 71 Abs. 2 Satz 2 AktG verstoßen würde, ist zu beachten, dass es zum Erwerbszeitpunkt möglich sein muss, in Höhe des offenen Korrekturpostens des Grundkapitals eine *fiktive* Rücklage aus frei verfügbaren Mitteln zu bilden. Da die Rücklage jedoch gemäß § 272 Abs. 1a HGB nicht (mehr) tat-

³⁴ Das strenge Niederstwertprinzip schreibt gemäß § 253 Abs. 4 HGB eine Teilwertabschreibung im Falle eines niedrigeren Börsenpreises am Abschlussstichtag vor.

³⁵ Vgl. Koch (2006), S. 43 - 44.

³⁶ Vgl. Bundesministerium für Finanzen (1998), S. 1 - 2.

³⁷ Vorbild für die Bilanzierung als Korrektur zum Eigenkapital war das US-amerikanische Bilanzierungsrecht des US-GAAP. Darin erfolgt die Bilanzierung nach der cost method (Anschaffungskostenmethode) oder der par value method (Nennwertmethode). Die deutsche Regelung ist an Letztere angelehnt.

³⁸ Vgl. Deutscher Bundestag (2008), S. 65 - 66 sowie Bundesministerium für Finanzen (2013), S. 1 - 2.

³⁹ Bundesministerium für Finanzen (2013), S. 2.

⁴⁰ Dies stellt der Nennwert der Aktien bzw. bei Stückaktien der sogenannte rechnerische Wert (Grundkapital geteilt durch Anzahl der ausgegebenen Stückaktien) dar.

⁴¹ Vgl. § 272 Abs. 1a Satz 1 HGB.

sächlich gebildet werden muss, ist der damit verbundene Gläubigerschutz nicht vollumfänglich wirksam. „Bis zum Zeitpunkt [...] einer gesetzgeberischen Korrektur des § 272 Abs. 1a HGB [dürfte es sich deshalb in der Praxis] anbieten, in der Satzung die Bildung einer Rücklage in Höhe des Nennwertes der im Bestand gehaltenen eigenen Aktien zu etablieren, um diese Mittel bilanziell gegenüber einer Ausschüttung zu sperren.“⁴² Reichen die frei verfügbaren Mittel zum Bilanzstichtag jedoch nicht aus, ist der Unterschiedsbetrag ergebniswirksam zu bilanzieren.

Anhand eines Beispiels sollen die bilanziellen Veränderungen des Erwerbes eigener Aktien erläutert werden. Im vorliegenden Beispiel wird davon ausgegangen, dass eine deutsche Aktiengesellschaft 5 Mio. Aktien im Wert von 15 Mio. Euro zurückkauft. Der Nennwert beträgt 1 Euro, wodurch ein Betrag von 5 Mio. Euro dem gezeichneten Kapital entspricht. In Tabelle 2 ist in der Spalte „davor“ zunächst die Ausgangssituation der Handelsbilanz dargestellt.⁴³ In der folgenden Spalte („danach“), wird eine Bilanzierung der zurückgekauften Aktien als Korrektur zum Eigenkapital gemäß § 272 Abs. 1a HGB veranschaulicht.

Auf der Aktivseite der Handelsbilanz ist zunächst eine Reduktion des Cash-Bestandes der Unternehmung zu verzeichnen, da Kapital zum Rückkauf an die Aktionäre ausgeschüttet wurde. Auf der Passivseite wird ein Korrekturposten des Grundkapitals in Höhe von 5 Mio. Euro (Nennwert der zurückerworbenen Aktien) angesetzt. Die Differenz zwischen dem Erwerbspreis und dem Nennwert der Aktien geht zu Lasten der freien Gewinnrücklage, weshalb die Position um 10 Mio. Euro gesunken ist. Anschaffungsnebenkosten, welche den Bilanzgewinn mindern würden, treten im betrachteten Beispiel nicht auf.

Tab. 2: Handelsbilanz in Mio. Euro vor und nach einem Aktienrückkauf

| Aktiva | davor | danach | Passiva | davor | danach |
|---------------|-------|--------|----------------------------|-------|--------|
| Bank | 200 | 185 | Grundkapital | 150 | 150 |
| | | | Nennbetrag eigener Anteile | - | -5 |
| | | | Kapitalrücklage | 30 | 30 |
| | | | Freie Gewinnrücklage | 15 | 5 |
| | | | Bilanzgewinn | 5 | 5 |
| | 200 | 185 | | 200 | 185 |

Quelle: Vgl. Nekat (2009), S. 18 - 19.

Das vorliegende Beispiel bezog sich auf einen Rückkauf über pari, welcher grundsätzlich den Regelfall darstellt. Findet allerdings ein Aktienrückkauf *unter* pari statt, d.h. der Kurs der Aktien ist geringer als der Nennwert, entsteht ein buchhalterischer Gewinn für die Unternehmung. Ist der Wert der Aktien aus Beispiel 1 z.B. auf 3 Mio. Euro gefallen, wird im Falle eines anschließenden Rückkaufes – analog zum Rückkauf über pari – der Nennwert der Aktien von 5 Mio. Euro offen vom Grundkapital abgesetzt. Folglich handelt es sich bei der Differenz von Nennwert und Rückkaufkurs jedoch um einen negativen Wert. Diese Differenz führt deshalb zu einer *Erhöhung* der Gewinnrücklage (hier: um 2 Mio. Euro auf 17 Mio. Euro).

⁴² Eckert (2013), S. 72.

⁴³ Aus Vereinfachungsgründen wurden lediglich die relevanten Positionen der Handelsbilanz erfasst.

2.2 Einziehung der eigenen Aktien

Nachdem eigene Aktien erworben wurden, muss über deren anschließende Verwendung entschieden werden. Dies geschieht durch die Hauptversammlung bzw. im Falle einer bereits vorliegenden Ermächtigung durch den Vorstand. Es existieren grundsätzlich zwei Verwendungsmöglichkeiten: Eine Einziehung der Aktien gemäß § 237 AktG oder eine Wiederveräußerung gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 4 und 5 AktG.

Bei einer Einziehung eigener Aktien wird der offen ausgewiesene Korrekturposten endgültig vom Grundkapital abgezogen. Um eine uneingeschränkte Ausschüttung des Grundkapitals an die Aktionäre zu verhindern, muss in die Kapitalrücklage gemäß § 237 Abs. 5 AktG ein Betrag eingestellt werden, „*der dem auf die eingezogenen Aktien entfallenden Betrag des Grundkapitals gleichkommt*“. Das geschieht durch einen Transfer der frei verfügbaren Mittel in die ausschüttungsgesperrte Kapitalrücklage.

Tab. 3: Handelsbilanz in Mio. Euro vor und nach Einziehung der eigenen Aktien

| Aktiva | davor | danach | Passiva | davor | danach |
|---------------|-------|--------|----------------------------|-------|--------|
| Bank | 185 | 185 | Grundkapital | 150 | 145 |
| | | | Nennbetrag eigener Anteile | -5 | |
| | | | Kapitalrücklage | 30 | 35 |
| | | | Freie Gewinnrücklage | 5 | 0 |
| | | | Bilanzgewinn | 5 | 5 |
| | 185 | 185 | | 185 | 185 |

Quelle: Vgl. Nekat (2009), S. 19.

Die Bilanzierung der Einziehung eigener Aktien soll anschließend mithilfe des Beispiels von Seite 8 verdeutlicht werden. In Tabelle 3 ist eine Handelsbilanz vor und nach der kompletten Einziehung der zurückerworbenen Aktien zu sehen. Das Grundkapital ist hier von 150 Mio. Euro auf 145 Mio. Euro gesunken. Die Differenz (5 Mio. Euro) entspricht dem Nennwert der Aktien, der folglich auf das Grundkapital entfällt. Um der Ausschüttungssperre gemäß § 237 Abs. 5 AktG gerecht zu werden, wurde die Kapitalrücklage um denselben Betrag erhöht. Dies geschah mithilfe der liquiden Mittel der freien Gewinnrücklage.

2.3 Wiederveräußerung der eigenen Aktien

Bei einer Wiederveräußerung der zurückerworbenen Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 Satz 4 und 5 AktG wird die Ausgangssituation vor dem Rückkauf wieder hergestellt. Dieser Vorgang kommt bilanziell einer Kapitalerhöhung gleich. Dabei wird das Grundkapital indirekt erhöht, indem der Negativposten der eigenen Aktien wieder entfernt wird.⁴⁴ Die Differenz zwischen ursprünglichem Erwerbspreis und dem Nennwert fließt ergebnisneutral den frei verfügbaren Mitteln zu, die beim Erwerb reduziert wurden. Werden die Aktien zu einem höheren Preis veräußert, als sie im Zuge des Aktienrückkaufes erworben wurden, erhöht die Differenz die Kapitalrücklage gemäß § 272 Abs. 2 Nr. 1 HGB. Aufwendungen werden – analog zum Erwerb eigener Aktien – als Aufwand des Geschäftsjahres verbucht.

⁴⁴ Vgl. § 272 Abs. 1b HGB.

3. Erwerbsformen von eigenen Aktien

Die verschiedenen Methoden für Aktienrückkäufe unterscheiden sich deutlich in dem erzielbaren Rückkaufvolumen, der Durchführungsdauer, der Stärke der Signalwirkung⁴⁵, der Notwendigkeit bzw. der Höhe einer Rückkaufprämie sowie dem in den Rückkauf eingebundenen Aktionärskreis. In der Praxis finden am häufigsten Rückkäufe über die Börse statt. Die Methode wird als einzige im § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG explizit aufgeführt und deren Zulässigkeit bestätigt. Die Unternehmung tritt am Kapitalmarkt anonym über einen Broker auf und erwirbt Aktien am Sekundärmarkt mithilfe mehrerer Einzeltransaktionen, die sich in der Regel über einen längeren Zeitraum erstrecken.

Des Weiteren erläutert die Regierungsbegründung zum KonTraG, dass „eine öffentliche Offerte [zum Rückkauf eigener Aktien] in Betracht kommt“.⁴⁶ Dabei wird mithilfe eines öffentlichen Rückkaufangebotes ein zielgerichtetes Angebot an die Gesamtheit aller Aktionäre gestellt, wobei dessen Annahme in der freiwilligen Entscheidung der einzelnen Aktionäre liegt. Um einen Anreiz zur Annahme des Angebotes zu schaffen, sollte der Rückkaufpreis oberhalb des aktuellen Börsenkurses liegen.⁴⁷ Ein öffentliches Rückkaufangebot kann mithilfe eines Festpreisangebotes, eines Preisspannenangebotes sowie der Ausgabe übertragbarer Verkaufsoptionen durchgeführt werden. Während beim Festpreisangebot ein fester Rückkaufpreis offeriert wird, werden die Aktionäre beim Preisspannenangebot dazu aufgefordert, einen Rückkaufpreis innerhalb einer vorgegebenen Spanne anzugeben, zu welchem sie ihre Aktien der Unternehmung andienen würden. Anschließend wird der minimale Preis zum Erreichen des angestrebten Rückkaufvolumens der Unternehmung ermittelt („Market Clearing“-Preis), der als einheitliche Gegenleistung erbracht wird. Somit erfolgt ein Erwerb von den Aktionären, die der Aktie das geringste zukünftige Wertsteigerungspotenzial beimessen.

Eine dritte Möglichkeit zum Rückkauf eigener Aktien, deren Anwendung sehr selten auftritt, stellt ein individueller Paketerwerb dar. In diesem Zusammenhang wird ein größeres Aktienpaket von ausgewählten Aktionären zu individuell verhandelten Konditionen erworben. In der Regel erfolgt der Rückkauf zu einem weit überhöhten Preis, weshalb sich eine Vereinbarkeit mit dem Gleichbehandlungsgrundsatz problematisch gestaltet.

⁴⁵ Auf die Bedeutung der Signaling-Theorie im Rahmen von Aktienrückkäufen wird im Abschnitt „4.3 Signalisierung einer Unterbewertung“ auf Seite 15 näher eingegangen.

⁴⁶ Vgl. Deutscher Bundestag (1998), S. 13.

⁴⁷ Vgl. Kopp (1996), S. 36.

4. Motive zur Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen

Grundsätzlich werden Aktienrückkäufe am Kapitalmarkt als positiv und im Interesse der Aktionäre handelnd gesehen.⁴⁸ Dabei existiert eine Vielzahl an Gründen, die zu einer Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen ohne gesetzliche Zweckvorgabe führen können. Die Motive untergliedern sich in zwei Bereiche: Einerseits können sie der Finanzpolitik dienen oder aber die Zusammensetzung des Aktionärskreises beeinflussen. Die folgende Abbildung verdeutlicht die Aufteilung. In der Praxis ist es allerdings möglich, dass mehrere Gründe gleichzeitig für eine Durchführung sprechen. Außerdem überlagern sich die Motive teilweise, da verschiedene Auswirkungen miteinander verbunden sind und nicht exakt abgegrenzt werden können.

Abb. 1: Motive zur Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen

| <u>Finanzpolitische Motive:</u> | <u>Aktionärspolitische Motive:</u> |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Ausschüttung überschüssiger Liquidität • Optimierung der Kapitalstruktur • Signalisierung einer Unterbewertung • Einflussnahme auf den Aktienkurs | <ul style="list-style-type: none"> • Abwehr feindlicher Übernahmeveruche • Einsatz als Akquisitionswährung • Einflussnahme auf den Aktionärskreis |

4.1 Ausschüttung überschüssiger Liquidität

Das primäre Ziel einer Unternehmung besteht grundsätzlich in der Maximierung der Gesamtkapitalrentabilität. Verfügt die Unternehmung über mehr Liquidität als sie benötigt, sinkt die Gesamtkapitalrentabilität, da überschüssige Liquidität bei Banken in der Regel nur gering verzinst wird. Im Rahmen eines Aktienrückkaufes ist es allerdings möglich, überschüssige liquide Mittel an die Aktionäre auszuschütten. Die Höhe der benötigten Mittel richtet sich dabei stets nach der Höhe *rentabler* Investitionsprojekte, die vom Management als solche erkannt wurden. Investitionsvorhaben sollten nur dann durchgeführt werden, wenn sie über keinen negativen Kapitalwert verfügen, da sie ansonsten einen Teil des Unternehmenswertes vernichten würden. Folglich sollte die Rendite einer Investition stets höher als die durchschnittlichen Kapitalkosten sein.⁴⁹ Neben dem Vorliegen rentabler Investitionsprojekte ist es notwendig, die Wachstumspotenziale der Unternehmung zu berücksichtigen. Agiert das Unternehmen auf einem reifen bzw. gesättigten Markt, können lediglich geringe Wachstumsraten erzielt werden. Demzufolge ist es sinnvoller eine begrenzte Anzahl an Investitionen durchzuführen. Dies trifft insbesondere auf etablierte Unternehmen mit hohen Gewinnmargen zu. Bei der Liquidität die übrig bleibt, nachdem alle für rentabel erachteten Investitionen durchgeführt wurden, handelt es sich um den Freien Cash Flow⁵⁰. Sofern ein positiver Freier Cash Flow vorliegt, kann dieser

⁴⁸ Vgl. Bayer, Hoffmann und Weinmann (2007), S. 460.

⁴⁹ Die durchschnittlichen Kapitalkosten bestehen aus den gewichteten durchschnittlichen Kosten der Renditeanforderungen der Eigenkapitalgeber und der Fremdkapitalzinsen ($WACC = \text{Weighted Average Costs of Capital}$).

⁵⁰ Freier Cash Flow = Operativer Cash Flow + Cash Flow aus Investitionen.

an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Denn, wie Jürgen Meyer, Fondsmanager von SEB Asset Management in Frankfurt sagte: „*Bevor die Unternehmen das Geld für Unsinn ausgeben, sollten sie es lieber an die Aktionäre ausschütten.*“⁵¹ Damit sendet das Management ein Signal, dass es an einer „Shareholder Value“-orientierten Unternehmenspolitik⁵² interessiert ist und keine unrentablen Investitionen durchführt. Außerdem spornt eine Ausschüttung der liquiden Mittel zu einer rentableren Unternehmensführung an, da anschließend kein beruhigendes Liquiditätskissen mehr existiert.⁵³ Insbesondere in wirtschaftlich schwierigen Zeiten kann es aber auch vorteilhaft sein, die Liquidität als finanziellen Rückhalt im Unternehmen zu behalten.

Auf der anderen Seite kann das Management beim Vorliegen hoher Freier Cash Flows im Unternehmen dazu geneigt sein, die Mittel ineffizient zu verwenden. Dieser Interessenkonflikt zwischen dem Management und den Aktionären findet im Rahmen des Prinzipal-Agent-Problems statt. Die Aktionäre (Prinzipale) ziehen in der Regel eine Ausschüttung der überschüssigen liquiden Mittel vor, da sie somit die Entscheidungsmacht über ihren Mitteleinsatz zurückerhalten.⁵⁴ Das Management (Agent) kann dazu tendieren, die liquiden Mittel zur Verwirklichung von persönlichen Zielen zu verwenden, z.B. für Prestigeprojekte oder sogenannte „fringe benefits“. Bei Letzteren handelt es sich um nicht geldliche Vorteile, wie schicke Firmenwagen zur Privatnutzung oder Großraumbüros. Auf der anderen Seite kann das Management die überschüssige Liquidität auch bewusst im Unternehmen behalten, um die Abhängigkeit von den Entscheidungen des Kapitalmarktes zu reduzieren. Dies würde zu einer langfristigen Sicherung der Machtposition des Managements beitragen.⁵⁵ Die durch die Fehlallokation finanzieller Ressourcen entstehenden Kosten werden als **Agency-Costs** bezeichnet. Diese sind besonders hoch, wenn das Unternehmen lediglich in geringem Umfang im Fokus der Kapitalmarktteilnehmer steht und den Aktienmarkt nicht als Hauptfinanzierungsquelle nutzt. Um die Agency-Costs zu reduzieren, müssen Anreize für das Management gesetzt werden, im Interesse der Aktionäre zu handeln. Das kann in Form einer variablen Komponente der Managementvergütung realisiert werden, die an den Aktienkurs gebunden ist.⁵⁶

Üblicherweise werden Dividendenzahlungen zur Ausschüttung von Kapital an die Aktionäre verwendet. Aktienrückkäufe stellen somit eine **Alternative zu Dividenden** dar. Ihr Vorteil liegt darin, dass einmalige und flexible Sonderausschüttungen durchgeführt werden können. In der Dividendenpolitik werden steigende Dividenden stets als Signal für einen langfristigen Anstieg des Gewinns gedeutet. Wird einmalig eine erhöhte Dividende

⁵¹ Hackhausen (2012), o.S.

⁵² Beim „Shareholder Value“ handelt es sich um den Marktwert des Eigenkapitals. Im Rahmen des „Shareholder Value“-Konzeptes besteht das Ziel in der Maximierung des Marktwertes der Unternehmung, da dies den Interessen der Anteilseigner entspricht. Folglich wird ein möglichst hoher Aktienkurs angestrebt, vgl. Boguslawska (2010), S. 31 ff.

⁵³ Vgl. Kitanoff (2009), S. 30.

⁵⁴ Vgl. Schremper (2002), S. 73.

⁵⁵ Vgl. Jaeger (2003), S. 59 - 60.

⁵⁶ Vgl. Nekat (2009), S. 51 - 52.

gezahlt, kommt es im ersten Jahr zunächst zu einer Steigerung des Aktienkurses. Allerdings wird der Kurs im Folgejahr sinken, denn die zwangsläufige Kürzung der Dividende wird als negatives Signal interpretiert.⁵⁷ Unternehmen sollten grundsätzlich an einer Stabilität ihrer Aktienkurse interessiert sein, da dies ein Zeichen für eine nachhaltige und risikoarme Unternehmensentwicklung ist. In diesem Zusammenhang hat die Dividendenkontinuität oberste Priorität. Außerdem spricht der Dividendenklienteleffekt für eine konstante Ausschüttungspolitik. Demnach investieren Anleger bevorzugt in Unternehmen, die für ihre individuelle Situation vorteilhafte Ausschüttungsmaßnahmen praktizieren. Wird die Ausschüttungspolitik geändert, kann es vorkommen, dass entgegen dem Interesse des eigenen Klientels gehandelt wird, was einen vermehrten Verkauf der Aktien hervorrufen kann.⁵⁸

Allerdings könnten einmalige Sonderausschüttungen auch über Sonderdividenden durchgeführt werden. Diese Variante verfügt aber dahingehend über eine geringere Flexibilität, dass Sonderdividenden zunächst von der Hauptversammlung genehmigt werden müssen. Da Aktienrückkäufe (mithilfe einer zuvor erteilten Ermächtigung der Hauptversammlung) vom Vorstand jederzeit durchgeführt werden können, ebnen sie den Weg für eine unverzügliche Reaktion auf aktuelle Gegebenheiten. Ein weiterer Vorteil von Aktienrückkäufen liegt darin, dass im Bestand gehaltene eigene Aktien schnell und unkompliziert wieder am Markt platziert werden können, während Dividendenzahlungen irreversibel ausgeschüttet werden. Für den Fall eines unerwarteten, kurzfristigen Liquiditätsbedarfes können die Aktien als Refinanzierungsreserve gehalten werden, um den auftretenden Finanzierungsbedarf zu decken.⁵⁹ Beispielsweise hält die Beiersdorf AG seit einem Aktienrückkaufprogramm im Jahr 2004 9,99 Prozent ihrer eigenen Aktien.

Des Weiteren sollte der steuerliche Aspekt für die Aktionäre berücksichtigt werden, wenn die Besteuerung einer Dividende von der Besteuerung einer realisierten Kurssteigerung abweicht. Vor Einführung der Abgeltungssteuer am 1. Januar 2009 waren Kursgewinne nach einer Spekulationsfrist von einem Jahr steuerfrei, weshalb ein Anreiz zur Inanspruchnahme von Aktienrückkäufen vorlag. Seit der Gültigkeit der Abgeltungssteuer existiert momentan keine steuerlich vorteilhaftere Variante. Allerdings kann der Aktionär bei einer Nichtteilnahme an einem vorliegenden Aktienrückkaufprogramm den Zeitpunkt der Versteuerung eines eventuellen Kursanstieges selbst festlegen. Dies ist möglich, indem die Aktien erst später – zu einem für den Aktionär günstigen Zeitpunkt – veräußert werden. Durch die zinslose Verlagerung der Steuerzahlung auf den Zeitpunkt einer zukünftigen Liquidation ergibt sich ein Vorteil für die Vermögensposition des Aktionärs.⁶⁰ Demgegenüber müssen Dividendenzahlung sofort versteuert werden.

⁵⁷ Vgl. Koch (2006), S. 32 - 33.

⁵⁸ Vgl. Pertlwieser (2006), S. 133.

⁵⁹ Vgl. Kellerhals und Rausch (2000), S. 223.

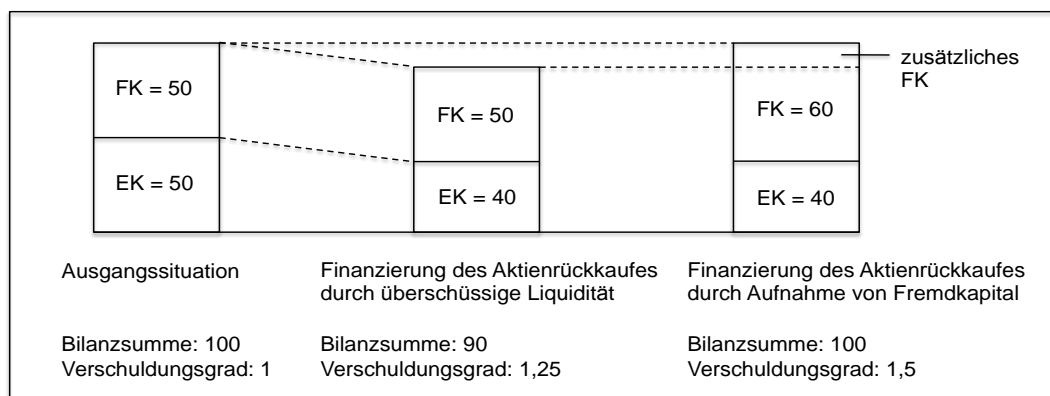
⁶⁰ Vgl. Podlech (2012), S. 35.

4.2 Optimierung der Kapitalstruktur

Weiterhin kann eine Unternehmung eigene Aktien zurückkaufen, um Einfluss auf ihre Kapitalstruktur zu nehmen. Die Kapitalstruktur stellt das bilanzielle Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital dar und lässt sich über den Verschuldungsgrad ermitteln.⁶¹ Gemäß Modigliani und Miller⁶² ist die Kapitalstruktur irrelevant für den Unternehmenswert. Allerdings unterstellten sie einen vollkommenen Kapitalmarkt, indem z.B. Steuern und Transaktionskosten nicht berücksichtigt wurden. Da Fremdkapitalzinsen in der Praxis jedoch steuerlich abzugsfähig sind, steigt der Unternehmenswert bei der Substitution von Eigenkapital durch Fremdkapital in Höhe der Steuerersparnis. Dadurch ist es möglich, einen optimalen Verschuldungsgrad zu ermitteln, der es ermöglicht, den Unternehmenswert zu maximieren.

Da bei einem Aktienrückkauf eine Reduktion des Eigenkapitals stattfindet, ist dieses Instrument dazu geeignet, die Kapitalstruktur in Richtung einer Erhöhung des Verschuldungsgrades zu verändern. Der Effekt kann zusätzlich verstärkt werden, indem die Unternehmung in Höhe des Rückkaufvolumens neues Fremdkapital aufnimmt. Dies soll durch die folgende Abbildung verdeutlicht werden. Es handelt sich bei der Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals um einen „Leveraged Buyback“, da die positiven Auswirkungen des Leverage-Effektes in Anspruch genommen werden. Ein Aktienrückkauf führt demnach zu einer Steigerung der Eigenkapitalrendite (r_{EK}), solange die Gesamtkapitalrendite (r_{GK}) höher als der Fremdkapitalzins nach Berücksichtigung der steuerlichen Abzugsfähigkeit [$i \times (1 - t)$] ist.⁶³ Besonders reizvoll ist die Inanspruchnahme des Leverage-Effektes in Niedrigzinsphasen.⁶⁴

Abb. 2: Leverage-Effekt bei Aktienrückkäufen



Quelle: Vgl. Kopp (1996), S. 50.

Allerdings sollten die Aktionäre diese Form der Kennzahlenmanipulation kritisch betrachten, da dem Eigenkapitalrentabilitätsanstieg kein operativer Anstieg der Rentabilität zu-

⁶¹ Verschuldungsgrad = Fremdkapital / Eigenkapital.

⁶² Franco Modigliani und Merton Miller entwickelten 1958 das Modigliani-Miller-Theorem, welches die Auswirkung des Verschuldungsgrades auf den Marktwert der Unternehmung thematisierte.

⁶³ Formel für Leverage-Effekt: $r_{EK} = r_{GK} + [r_{GK} - i \times (1 - t)] \times \frac{FK}{EK}$

⁶⁴ Vgl. Kellerhals und Rausch (2000), S. 223.

grunde liegt. Durch die Erhöhung des finanziellen Hebels werden neben den Gewinnpotenzialen auch die Verlustpotenziale gesteigert.

Zum Zwecke der Optimierung der Kapitalstruktur führte beispielsweise die Siemens AG im Jahr 2012 bis 2013 ein Aktienrückkaufprogramm durch. Im Geschäftsbericht 2013 konnte das Unternehmen berichten, dass der „Aktienrückkauf und die im Geschäftsjahr 2012 vollzogene Einziehung [...] die Kapitalstruktur der Gesellschaft weiter optimiert“ haben.⁶⁵ Dabei wurde der Leverage-Effekt genutzt, denn der Rückkauf wurde „größtenteils über Anleihen finanziert, für die wir [die Siemens AG] die bisher niedrigsten Zinsen am europäischen Kapitalmarkt gezahlt haben.“⁶⁶ Im Zuge des Aktienrückkaufprogrammes von August 2012 bis Ende des Geschäftsjahres ist der Kurs der Aktie – nach Angaben der Unternehmung – um mehr als 13 Prozent gestiegen.⁶⁷

4.3 Signalisierung einer Unterbewertung

Gemäß der Signal(l)ing-Theorie⁶⁸ besteht eine Informationsasymmetrie zwischen dem Management der Unternehmung und den Aktionären. Demnach sind Erstere besser über den tatsächlichen Unternehmenswert und die Zukunftsaussichten informiert, da sie über Insiderinformationen verfügen. Bei der Unterstellung einer halbstrengen Kapitalmarkteffizienz⁶⁹ spiegeln sich Insiderinformationen noch nicht im Aktienkurs der Unternehmung wider. Mithilfe eines Aktienrückkaufes kann die Unternehmung ein Signal über eine momentane Unterbewertung am Kapitalmarkt senden. Damit das Signal als glaubwürdig eingestuft wird, muss es für die Unternehmung mit Kosten verbunden sein. Dies ist bei einem Aktienrückkauf der Fall. Dadurch zeigt das Unternehmen, dass es von der eigenen Unterbewertung überzeugt ist und folglich bereit ist, selbst in die eigenen Aktien zu investieren. Um das Signal nicht abzuschwächen, sollte das Management eine Teilnahme am Rückkaufprogramm mit eigenen Aktien unterlassen. Anderenfalls kann das Vertrauen der Anleger in die Glaubwürdigkeit des Managements gefährdet werden.⁷⁰ In der Folge stellt sich in der Regel eine positive Auswirkung auf den Aktienkurs ein, da die Kapitalmarktteilnehmer ihre Kurserwartungen nach oben anpassen. Sie vertrauen der Einschätzung des Managements, weil dieses über mehr Informationen verfügt.⁷¹ Dabei kommt es bereits unmittelbar nach der Ankündigung eines Aktienrückkaufes zu einer Kurssteigerung. Diese fällt bei großen Unternehmen geringer aus als bei kleineren, da Erstere häufiger und intensiver vom Kapitalmarkt analysiert werden, weshalb in der Regel geringere Informationsasymmetrien auftreten.⁷²

⁶⁵ Siemens AG (2013), S. 19.

⁶⁶ Siemens AG (2012), S. 6.

⁶⁷ Vgl. Siemens AG (2012), S. 18.

⁶⁸ Die britische Schreibweise ist „Signalling“. In der vorliegenden Arbeit wird jedoch im Folgenden die international verbreitete amerikanische Schreibweise „Signaling“ gewählt.

⁶⁹ Gemäß der Effizienzmarkthypothese des US-amerikanischen Wirtschaftswissenschaftlers Eugene Fama spiegeln sich bei einer halbstrengen Kapitalmarkteffizienz die historischen Kurse sowie öffentlich zugängliche, bewertungsrelevante Informationen im aktuellen Kurs wider.

⁷⁰ Vgl. Boguslawska (2010), S. 75 - 76.

⁷¹ Vgl. Gerke, Fleischer und Langer (2003), S. 19.

⁷² Vgl. Bayer, Hoffmann und Weinmann (2007), S. 473 - 474.

4.4 Auswirkungen auf den Aktienkurs

Teilweise wird Aktienrückkäufen in der Literatur eine kurssteigernde Wirkung zugesprochen, da in das Verhältnis von Angebot und Nachfrage eingegriffen wird.⁷³ Denn nach ökonomischen Erkenntnissen führt eine höhere Nachfrage bzw. ein geringeres Angebot zu einem höheren Preis. Allerdings sind Aktien nicht unter die herkömmlichen Grundsätze des Angebots- und Nachfragezusammenhangs zu subsumieren, da diese in der Regel nicht erworben werden, um ein über das Gut hinausgehendes Bedürfnis zu befriedigen.⁷⁴ Stattdessen liegt der Nutzen eines Wertpapiers ausschließlich in der Geldanlage, wobei es sich aufgrund der sehr hohen Auswahl an Aktien und der flexiblen Zusammenstellung eines Aktienportfolios mit einer gewünschten Rendite-Risiko-Kombination um perfekte Substitute handelt. Das bedeutet, dass jedes Wertpapier beliebig austauschbar ist, weshalb Angebot und Nachfrage als vollkommen elastisch angesehen werden.⁷⁵ Unter diesen Voraussetzungen (Substitutions-Hypothese) würde sich eine verstärkte Nachfrage nicht auf den Aktienkurs auswirken.

Im Gegensatz dazu geht die „**Imperfect Substitutes**“-Hypothese davon aus, dass jedes Wertpapier über individuelle Eigenschaften verfügt und folglich nicht beliebig austauschbar ist.⁷⁶ Als Beispiel dafür wird die Nachfrage von passiven Fonds angeführt. Um einen bestimmten Index abzubilden, ist ein flexibles Ausweichen auf Alternativen nicht möglich. Durch diese Annahmen wäre die Nachfragekurve nicht vollkommen elastisch, wodurch sich ein dauerhafter Kurseffekt ergeben würde.⁷⁷

Kurssteigerungen im Rahmen der Ankündigung von Aktienrückkäufen können jedoch nachweislich durch die **Signaling-Theorie**⁷⁸ begründet werden, die bereits im Rahmen der Signalisierung einer Unterbewertung behandelt wurde.⁷⁹ Dieser Zusammenhang wird damit begründet, dass das Vertrauen der Anleger gestärkt wird und Informationsasymmetrien beseitigt werden.⁸⁰

Sofern das Kapital zur Finanzierung des Erwerbes überschüssige Liquidität darstellt, wirken sich Aktienrückkäufe grundsätzlich positiv auf den Aktienkurs aus, da ein Anstieg der

⁷³ Vgl. Bezenberger (2002), S. 65 oder Last (2006), S. 17.

⁷⁴ Vgl. Boguslawski (2010), S. 61 ff.

⁷⁵ Sobald im Zuge einer erhöhten Nachfrage ein minimaler Preisanstieg zu verzeichnen ist, der (aus Sicht der Anleger) nicht zu rechtfertigen ist, werden diese auf Alternativen ausweichen. Dadurch bleibt die Gesamtnachfrage stets konstant. Allerdings kann angenommen werden, dass die Anleger ihre Aktien nicht sofort substituieren werden, da ein Verkauf von Aktien in der Regel mit Transaktionskosten einhergeht, vgl. Mikkelson und Partch (1985), S. 189.

⁷⁶ Vgl. Nowak und Gropp (2000), S. 7.

⁷⁷ Vgl. Kitanoff (2009), S. 234.

⁷⁸ Bei Holthausen, Leftwich und Mayers (1987), S. 239 wird dieser Zusammenhang auch als „information effects“ bezeichnet.

⁷⁹ Vgl. Abschnitt „4.3 Signalisierung einer Unterbewertung“ auf Seite 15.

⁸⁰ Verzögert sich das angekündigte Rückkaufvolumen jedoch oder bleibt komplett aus, können auf der anderen Seite negative Auswirkungen auf den Kurs stattfinden, da das Vertrauen der Anleger in die Entscheidungskompetenz des Vorstandes sinkt, vgl. Johannsen-Roth (2001), S. 28.

Effizienz⁸¹ zu verzeichnen ist. Allerdings darf der Rückkaufpreis nicht zu hoch gewählt werden, weil sonst eine Verwässerung der verbleibenden Aktien eintritt. Im Zuge der Vernichtung der zurückgekauften Aktien nach einem Aktienrückkauf kann sich außerdem der Gewinn pro Aktie (EPS) erhöhen. Dabei ist es irrelevant, ob die Unternehmung die Aktien selbst über einen längeren Zeitraum hält oder tatsächlich einzieht, da gemäß § 71b AktG aus eigenen Aktien keine Rechte hervorgehen. Unter der Voraussetzung, dass durch den Rückkauf die zukünftigen Gewinnchancen nicht geschmälert werden, verteilt sich der Gewinn anschließend auf eine geringere Anzahl an Aktien. Der Gewinn pro Aktie stellt eine zentrale Kennzahl zur Beurteilung der Performance der Unternehmung dar, insbesondere im Rahmen der Berechnung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses. Folglich kann ein höherer Gewinn pro Aktie zu einem Kursanstieg führen. Dies ist laut *Nekat (2009)* der Fall, wenn das reziproke Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) vor dem Rückkauf höher als die Refinanzierungs- bzw. Opportunitätskosten ist.⁸² Somit wird deutlich, dass sich Aktienrückkäufe insbesondere für unterbewertete Unternehmen (mit einem geringen KGV) rentieren. Ein Kurssteigerungseffekt erfolgt bereits mit der Ankündigung der Rückkaufaktion, da abzusehen ist, dass sich ein tatsächlicher Aktienruckerwerb positiv auf den Aktienkurs auswirken wird. Anhand eines Rechenbeispiels im Anhang unter

⁸¹ Ein Anstieg der Gesamtkapitalrentabilität kann z.B. in der Reduktion von Agency-Costs („Free-Cash-Flow“-Hypothese), der Reduktion der durchschnittlichen Kapitalkosten im Zuge der Erhöhung des Verschuldungsgrades oder der disziplinierenden Wirkung eines hohen Verschuldungsgrades („Debt-Control“-Hypothese) begründet liegen.

⁸² Vgl. *Nekat (2009)*, S.76.

E.2 Rechenbeispiel Aktienrückkaufprogramme sollen die Auswirkungen auf den Aktienkurs sowie den Gewinn pro Aktie verdeutlicht werden.

In der vorliegenden Arbeit soll auf Basis der vorangegangenen Ausführungen davon ausgegangen werden, dass sich Aktienrückkaufprogramme tendenziell positiv auf den Aktienkurs auswirken. Demnach können Aktienrückkäufe zur Kurspflege eingesetzt werden. Dies bedeutet, dass ein Unternehmen Rückkäufe gezielt zur Stabilisierung des Aktienkurses einsetzt, um das Vertrauen der Anleger zu festigen. Antizyklische Rückkäufe sind ein Indiz für diese Vorgehensweise.⁸³ Durch die Bekämpfung großer Kursschwankungen sinkt die Volatilität der Aktie, wodurch Fremdkapitalgeber einen geringeren Risikoaufschlag verlangen werden. In der Folge kann die Unternehmung von geringeren Kapitalkosten profitieren.⁸⁴ Dabei ist eine Kurspflege lediglich zum kurzfristigen Ausgleich von Kursschwankungen zulässig. Beispielsweise konnte im Börsencrash vom 19. Oktober 1987 in den USA ein Einsatz von Aktienrückkäufen zu einer Stabilisierung der Überreaktion des Kapitalmarktes beitragen.⁸⁵ Allerdings dürfen Aktienrückkäufe nicht zur längerfristigen Stabilisierung eines allgemeinen Abwärtstrends genutzt werden (Kursstützung).

Tab. 4: Abnormale Renditen im Intervall [-1;+1] ausgewählter Studien für den deutschen Kapitalmarkt

| Studie | Untersuchungszeitraum | Abnormale Rendite |
|-------------------------------------|-----------------------------|-------------------|
| Schremper (2002) | 1998 bis Dezember 2000 | 4,06% |
| Gerke, Fleischer und Langer (2003) | 1998 bis März 2002 | 7,02% |
| Pertlwieser (2006) | 1998 bis April 2003 | 5,87% |
| Seifert (2006) | 1998 bis Dezember 2003 | 6,08% |
| Bayer, Hoffmann und Weinmann (2007) | Juli 2000 bis Dezember 2005 | 5,40% |

Quelle: Vgl. Bayer, Hoffmann und Weinmann (2007), S. 467 - 469 und Seifert (2006), S. 158.

Es existieren mehrere Studien, die sich der Ermittlung von abnormalen Renditen⁸⁶ am Ankündigungstag von Aktienrückkaufaktionen widmen. Dabei erfolgt in der Regel eine Begrenzung auf das Intervall [-1;+1], d.h. es findet eine Betrachtung der marktberinigten Änderung der Renditen am Tag vor der Ankündigung eines Rückkaufes zum Tag nach der Ankündigung statt. In Tabelle 4 wurden die Ergebnisse ausgewählter Studien zusammengefasst. Dabei wird ersichtlich, dass keine aktuellen Daten zur Thematik existieren. Die ermittelten durchschnittlichen abnormalen Renditen sind stets positiv und reichen von 4,06 Prozent bis 7,02 Prozent. Allerdings lässt das nicht zwangsläufig auf eine kurssteigernde Wirkung schließen, denn *Bayer, Hoffmann und Weinmann (2007)*⁸⁷ gaben an, dass lediglich 75 Prozent der untersuchten kumulierten Ankündigungseffekte im

⁸³ Vgl. Pellens und Schremper (2000), S. 146.

⁸⁴ Vgl. Benckendorff S. 226.

⁸⁵ Vgl. Johannsen-Roth (2001), S. 31 oder Schremper (2002), S. 22.

⁸⁶ Bei einer abnormalen Rendite bzw. Überrendite handelt es sich um die Differenz zwischen der tatsächlichen Rendite sowie der erwarteten Rendite, die ohne eine Ankündigung eines Rückkaufes zu verzeichnen gewesen wäre.

⁸⁷ Es ist anzumerken, dass sich die Studie von *Bayer, Hoffmann und Weinmann (2007)* im Gegensatz zu den übrigen erwähnten Studien nicht auf eine Untersuchung der Unternehmen des CDAX beschränkte, sondern auch andere kleinere deutsche Unternehmen einbezog, die an der Börse notiert waren.

positiven Bereich lagen. Diese reichten von minus 14 Prozent bis plus 34 Prozent.⁸⁸ Die Überrendite ist je höher, desto umfangreicher das Rückkaufvolumen ausfällt.⁸⁹ Eine langfristige positive Auswirkung von Aktienrückkäufen wurde lediglich von *Pertlwieser (2006)* untersucht. Demzufolge betrug die Überrendite im Betrachtungszeitraum von zwei Jahren nach Ankündigung des Rückkaufes nur noch 1,04 Prozent.⁹⁰ *Bayer, Hoffmann und Weinmann (2007)* stellten fest, dass die Höhe der abnormalen Renditen im Zeitverlauf abnahm. Während die Überrendite im Jahr 2001 noch durchschnittlich 8,87 Prozent betrug, sank sie im Jahr 2004 auf lediglich 1,70 Prozent. Das kann auf die zunehmenden Erfahrungen der Kapitalmarktteilnehmer mit der Ankündigung von Aktienrückkäufen seit der Liberalisierung im Rahmen des KonTraG 1998 zurückzuführen sein. Denn diese könnten dazu übergegangen sein, eine Ankündigung vorsichtiger zu honorieren.⁹¹ Die Höhe des Ankündigungseffektes ist stets abhängig vom vorgegebenen Zweck der Rückkaufaktion. Die höchsten Überrenditen können beim Erwerb zur Bildung einer Akquisitionswährung sowie der Signalisierung einer Unterbewertung erzielt werden.⁹² Abschließend muss angemerkt werden, dass die Theorie des Ankündigungseffektes abgeschwächt wird durch die Existenz nicht vollkommen rational agierender, passiver Anleger sowie einer Risikoaversion der aktiven Anleger. Infolgedessen fällt die abnormale Rendite umso niedriger aus, je höher der Aktienbesitz der passiven Anleger ist.⁹³

4.5 Abwehr feindlicher Übernahmeveruche

Eigene Aktien können weiterhin erworben werden, um feindliche Übernahmeveruche zu verhindern oder zumindest zu erschweren. Ein Eingriff ist jedoch aufgrund der Zehn-Prozent-Regel lediglich beschränkt möglich. Bei feindlichen Übernahmen handelt es sich um Unternehmensübernahmen, die dem Interesse des Managements widersprechen und folglich nur mit Widerstand durchgeführt werden können. Aktienrückkäufe eignen sich insbesondere als Präventivmaßnahme. Dabei führt der Rückerwerb eigener Aktien zu einem Liquiditätsabbau und zu einer Erhöhung des Verschuldungsgrades, da ein Teil der Liquidität zur Finanzierung des Rückkaufes aufgewendet wird. In der Folge sinken die ökonomischen Anreize zur Durchführung einer Übernahme. Da sich nach einem Erwerb eigener Aktien weniger Liquidität in der Unternehmung befindet, wird insbesondere eine „Bootstrap Acquisition“ verhindert. Dabei verfolgt das akquirierende Unternehmen die Absicht, den Unternehmenspreis durch die in der Unternehmung befindliche Liquidität zu finanzieren.⁹⁴

⁸⁸ Vgl. Bayer, Hoffmann und Weinmann (2007), S. 469.

⁸⁹ Vgl. Boguslawska (2010), S. 59 - 60.

⁹⁰ Vgl. Pertlwieser (2006), S. 358.

⁹¹ Vgl. Bayer, Hoffmann und Weinmann (2007), S. 471 - 472.

⁹² Vgl. Bayer, Hoffmann und Weinmann (2007), S. 474.

⁹³ Vgl. Nekat (2009), S. 235.

⁹⁴ Vgl. Pertlwieser (2006), S. 146.

Für die praktische Durchführung eignet sich insbesondere ein Preisspannenangebot. Wie bereits im Abschnitt „3. Erwerbsformen von eigenen Aktien“ auf Seite 10 beschrieben, erwirbt die Unternehmung die Aktien von den Aktionären, die den niedrigsten Preis geboten haben und der Aktie folglich das niedrigste Kurssteigerungspotenzial zutrauen. Diese Aktionäre wären bereit, ihre Aktien zu einem niedrigen Preis an einen potenziellen Übernahminteressenten zu verkaufen. Wenn die Unternehmung die Anteile der entsprechenden Aktionäre jedoch selbst übernimmt, muss der Übernahminteressent die Aktien von Aktionären mit einem höheren Reservationspreis⁹⁵ abkaufen. Infolgedessen werden die Übernahmekosten merklich in die Höhe getrieben. Ein unliebsamer Nebeneffekt besteht jedoch darin, dass der prozentuale Stimmrechtsanteil des Übernahminteressenten durch einen Aktienrückkauf steigt, wenn die Aktien nicht wieder veräußert werden. Beispielsweise können die zurückgekauften Aktien deshalb an loyale Aktionäre ausgegeben werden, wodurch die prozentualen Stimmrechte unverändert bleiben. Bei loyalen Aktionären kann es sich um „befreundete“ Investoren handeln, die im Rahmen einer wechselseitigen Beteiligung den Verkauf der Anteile an einen potenziellen Übernahminteressenten verhindern.⁹⁶ Daneben stellen auch Mitarbeiter in der Regel loyale Aktionäre dar. Diese sind zum einen aus naheliegenden Gründen stark an die Unternehmung gebunden und an deren erfolgreichem Fortbestand interessiert. Außerdem ist davon auszugehen, dass sie in Bezug auf Übernahmen negativ eingestellt sind, da die Gefahr besteht, anschließenden Rationalisierungsmaßnahmen zum Opfer zu fallen.⁹⁷ Folglich werden sie nicht bereit sein die Aktien zu einem günstigen Kurs an einen potenziellen Übernahmekandidaten zu verkaufen, sondern über einen relativ hohen Reservationspreis verfügen. Damit kommen die Aktien für den Übernahmekandidaten nicht mehr bzw. nur noch unter erheblichem Aufwand zum Aufkaufen in Frage.

Ein Beispiel für eine geglückte Abwehr einer feindlichen Übernahme stellt der Übernahmever such der Continental AG durch den italienischen Konkurrenten Pirelli von 1990 bis 1993 dar. Dabei übernahm die Deutsche Bank AG schließlich die Rolle des „white knight“, indem sie der Continental AG zum Erreichen einer Sperrminorität verhalf. Nach langen Anstrengungen ging Pirelli schließlich die Liquidität aus, da die Anteile kreditfinanziert waren und der Kurs im Laufe der Zeit sank. Somit verkaufte das Unternehmen seine Continental-Anteile in Höhe von 33 Prozent im März 1993 wieder.⁹⁸

4.6 Einsatz als Akquisitionswährung

Eine weitere Verwendung von eigenen Aktien ist der Einsatz als Akquisitionswährung im Rahmen von Fusionen und Unternehmensübernahmen. In diesem Zusammenhang kann die Unternehmung einen Teil des Kaufpreises in Form von eigenen Aktien begleichen bzw. einen Zusammenschluss durch einen Austausch eigener Aktien bewirken. Somit bieten Aktienrückkäufe eine Basis für effizienzsteigernde M&A-Aktionen. Insbesondere

⁹⁵ Beim Reservationspreis handelt es sich um die maximale Zahlungsbereitschaft eines Nachfragers.

⁹⁶ Vgl. Koch (2006), S. 37 - 38. In den USA werden loyale Aktionäre, welche die Ziele der Unternehmung in der Phase einer Übernahmeabwehr unterstützen, als sogenannte white knights („weiße Ritter“) bezeichnet.

⁹⁷ Vgl. Kitanoff (2009), S. 176.

⁹⁸ Vgl. Haase (2008), o.S.

Fusionen gleichgroßer Unternehmen („Mergers of Equals“) werden mithilfe eines Aktien-tausches durchgeführt. Die dafür benötigten eigenen Aktien können entweder über eine Kapitalerhöhung oder einen Rückkauf eigener Aktien zur Verfügung gestellt werden.

Dabei können sich Aktienrückkäufe, im Gegensatz zu einer Kapitalerhöhung, dann lohnen, wenn die Unternehmung einen Aktientausch plant und über überschüssige Liquidität verfügt oder eine Verwässerung der Anteile vermeiden will. Im Gegensatz zu einer Barzahlung kann der Einsatz eines Aktienrückkaufprogrammes sinnvoll sein, wenn eine Übernahme nicht sofort, sondern in naher bis mittlerer Zukunft durchgeführt werden soll. Außerdem kann unter Umständen von geringeren Transaktionskosten profitiert werden.⁹⁹ Die Vorteilhaftigkeit des Rückkaufes eigener Aktien ist davon abhängig, zu welchem Kurs die Unternehmung die eigenen Aktien erworben hat. Schafft es die Unternehmung, die Aktien zu einem früheren Zeitpunkt günstiger zu erwerben, als diese zum Zeitpunkt der Übernahme wert sind, erzielt sie einen Gewinn in Höhe der Differenz. Da der Kurs aber auch sinken kann, ist eine solche Anwendung nicht nur mit Chancen, sondern ebenfalls mit Risiken behaftet. Aufgrund der Beschränkung des Rückkaufvolumens auf zehn Prozent des Grundkapitals ist der Einsatz als Akquisitionswährung in Deutschland begrenzt.

4.7 Einflussnahme auf den Aktionärskreis

Nehmen die Aktionäre nicht proportional zu ihrer bisherigen Beteiligung am Rückkaufprogramm teil, ändert sich die Eigentümerstruktur des Unternehmens. Somit können Aktienrückkäufe zur Steuerung der Zusammensetzung des Aktionärskreises eingesetzt werden. Allerdings wird die Einflussnahme durch den Gleichbehandlungsgrundsatz der Aktionäre gemäß § 53a AktG begrenzt. Zum einen kann eine Verkleinerung des Aktionärskreises angestrebt werden, um die sogenannten „Shareholder Servicing“-Kosten zu reduzieren. Diese umfassen die Höhe der Kosten, die in der Abteilung Investor Relations anfallen, um mit den Aktionären in Verbindung zu stehen. Dazu zählen beispielsweise die Kosten des Versendens und Druckens von Einladungen zur Hauptversammlung sowie Geschäftsberichten. Da die Kosten proportional zur Anzahl der Aktionäre steigen und unabhängig von der Anzahl an Aktien pro Aktionär sind, kann es lohnenswert sein, gezielt Kleinaktionäre „auszukaufen“. Allerdings spielt dieses Motiv vorwiegend in den USA eine verbreitete Rolle, denn Unternehmen müssen dort in Ermangelung von Alternativen größtenteils per Post kommunizieren.¹⁰⁰ In Deutschland können Informationen zu einem großen Teil öffentlich, beispielsweise über den Bundesanzeiger, bereitgestellt werden, wodurch die Abhängigkeit der Kosten zur Anzahl der Aktionäre grundsätzlich eliminiert wird.¹⁰¹ Insbesondere bei größeren Unternehmen sind die prozentualen Einsparpotenziale sehr gering.

⁹⁹ Vgl. Seifert (2006), S. 92 - 93.

¹⁰⁰ Gemäß Kopp (1996), S. 40 betragen die Kosten pro Aktionär in den USA zwischen zwölf und 20 US-Dollar.

¹⁰¹ Vgl. Bezenberger (2002), S. 67 - 68.

Des Weiteren können Aktien zurückgekauft werden, um gezielt bestimmte Personen als Aktionäre zu gewinnen. Neben der Bedienung von Aktienoptionsprogrammen für Mitarbeiter können Aktien zurückerworben werden, um sie an einer ausländischen Börse zu notieren. Durch das sogenannte „Cross-Listing“ wird vordergründig ein Zugang zu einem neuen Kapitalmarkt ermöglicht. Außerdem wird der Bekanntheitsgrad der Unternehmung im Ausland durch den Aktienhandel und der damit verbundenen verstärkten Berichterstattung der Finanzpresse gesteigert. Folglich können sich die Geschäftsaussichten im Emissionsland verbessern. Weitere positive Effekte können in einer Ausweitung des Handelszeitfensters sowie in geringeren Transaktionskosten liegen.¹⁰²

5 Potenzielle Gefahren von Aktienrückkaufprogrammen

5.1 Gefahren für die Unternehmung

Bei der Entscheidung zur Durchführung eines Aktienrückkaufes darf nicht vergessen werden, dass dieser auch mit negativen Auswirkungen für die Unternehmung verbunden sein kann. Ein Aktienrückkauf sollte definitiv ausgeschlossen werden, wenn die zur Verfügung stehenden liquiden Mittel innerhalb der Unternehmung rentabler eingesetzt werden können. Dabei sollte insbesondere der längerfristige Kapitalbedarf im Auge behalten werden. Wird dieser nicht ausreichend berücksichtigt, kann sich die Gefahr einer Kapitalunterdeckung ergeben, wodurch die Durchführung zukünftiger wachstums- und effizienzfördernder Investitionen eingeschränkt wird. Die Gefahr einer zukünftigen Kapitalunterdeckung ist am größten bei unterdurchschnittlichen Cashflows und überdurchschnittlichen Wachstumserwartungen. Allerdings sollte stets berücksichtigt werden, dass das Risiko bei allen Formen der Kapitalausschüttung existiert.¹⁰³

Weiterhin können im Rahmen der Signaling-Theorie auch negative Signale gesendet werden, indem ein Aktienrückkauf als Signal für mangelnde Innovationsfähigkeit gesehen wird, da die Unternehmung keine sinnvollere Verwendung für ihre Gewinne findet. Dies kann einen Reputationsverlust des Managements nach sich ziehen. Besonders kritisch sind Aktienrückkäufe zu beurteilen, wenn sich das Unternehmen im Lebenszyklus noch in der Wachstumsphase befindet, da ein Rückkauf in diesem Zusammenhang grundsätzlich als Zeichen für schlechte langfristige Wachstumschancen angesehen wird.¹⁰⁴

Ein Rückkauf eigener Aktien kann weiterhin eine Verschlechterung der Bonität nach sich ziehen, da sich der Verschuldungsgrad der Unternehmung erhöht. Folglich reduziert sich die haftende Eigenkapitalbasis, wodurch die Gefahr einer Zahlungsunfähigkeit der jeweiligen Unternehmung steigt.

¹⁰² Vgl. Pertlwieser (2006), S. 161.

¹⁰³ Vgl. Koch (2006), S. 46.

¹⁰⁴ Vgl. Stocker (2001), o.S.

Als Beispiel für eine Bonitätsverschlechterung im Zuge eines Aktienrückkaufes kann die Siemens AG genannt werden. Am 9. November 2007 hat die Rating-Agentur Moody's Investors Service das langfristige Rating des Unternehmens von Aa3 auf A1 herabgestuft. „Die Ratingveränderung erfolgte aufgrund der [...] Veröffentlichung des Aktienrückkaufprogramms und des Kapitalstrukturziels.“¹⁰⁵

Eine weitere negative Auswirkung von Aktienrückkaufprogrammen kann in einer Reduktion des Gewichtes in einem Aktienindex liegen. Die Indexberechnung erfolgt ab 2002 vorwiegend über die Marktkapitalisierung der Aktien die sich im Streubesitz befinden. Somit wirkt sich sowohl der Aktienkurs als auch die Aktionärsstruktur auf die Berechnung aus. Wurden eigene Aktien zurückgekauft, handelt es sich bei den von der Unternehmung gehaltenen Aktien um Festbesitz.¹⁰⁶ Dadurch sinkt die Anzahl der Aktien im Streubesitz, unter der Voraussetzung, dass der Erwerb nicht ausschließlich von Großaktionären stattfindet. Diesem Mengeneffekt steht allerdings die kurssteigernde Wirkung von Aktienrückkäufen¹⁰⁷ gegenüber, die sich wiederum positiv auf die Marktkapitalisierung auswirkt. Ob der Preis- oder der Mengeneffekt überwiegt, hängt maßgeblich vom prozentualen Anteil des Streubesitzes vor dem Aktienrückkauf ab. Je kleiner der prozentuale Anteil des Streubesitzes ist, desto höher muss die Steigerung des Aktienkurses gemäß einer Berechnung von *Pertlwieser (2006)* sein, um den Mengeneffekt auszugleichen. Demnach müsste der Kurs im Falle eines Rückkaufvolumens von fünf Prozent bei einem Streubesitz von 25 Prozent um 25 Prozent steigen, während ein Free Float von 100 Prozent lediglich einen Kursanstieg von 5,26 Prozent erfordern würde. Folglich führt ein Aktienrückkauf bei Unternehmen mit geringem Free Float tendenziell zu einer Verschlechterung der Indexbewertung.¹⁰⁸

5.2 Gefahren für die Gläubiger

Die Interessen der Gläubiger der Unternehmung werden verletzt, wenn ihre Verzinsungsansprüche nicht erfüllt werden können bzw. das von ihnen zur Verfügung gestellte Kapital nicht (rechtzeitig) zurückgezahlt werden kann. Da die Aktionäre der Unternehmung nicht unbegrenzt mit ihrem Privatvermögen haften, besteht die Haftungsbasis für die Ansprüche der Gläubiger ausschließlich aus dem Gesellschaftsvermögen. Deshalb muss dafür Sorge getragen werden, dass das Kapital anfangs aufgebracht wird und anschließend erhalten bleibt.¹⁰⁹

Um eine Gefährdung der **Kapitalaufbringung** auszuschließen, dürfen im Rahmen eines Aktienrückkaufprogrammes lediglich voll eingezahlte Aktien erworben werden. Somit werden Aktien, deren Nennwert bzw. die Differenz zum Ausgabekurs noch nicht in die Unternehmung eingezahlt wurde, vom Rückkauf ausgeschlossen, weil die Einlageforderung der Unternehmung gegenüber den Aktionären sonst durch Konfusion erlöschen

¹⁰⁵ Siemens AG (2007), S. 148.

¹⁰⁶ Ab einer Beteiligung von fünf Prozent spricht man vom Festbesitz, vgl. Deutsche Börse (2013), S.13 - 22.

¹⁰⁷ Vgl. Abschnitt „4.4 Auswirkungen auf den Aktienkurs“ auf Seite 16.

¹⁰⁸ Vgl. *Pertlwieser (2006)*, S. 176 - 181.

¹⁰⁹ Vgl. *Benckendorff (1998)*, S. 82.

würde. Des Weiteren muss die **Kapitalerhaltung** sichergestellt werden, da ein Aktienrückkauf eine Einlagenrückgewähr gemäß § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG darstellt. Diese wird gewahrt, da das Rückkaufvolumen auf frei verfügbare Mittel begrenzt ist.

Bei der **Preisgestaltung** ist zu berücksichtigen, dass ein *überhöhter* Rückkaufpreis unter eine unzulässige, verdeckte Einlagenrückgewähr zu subsumieren ist. Der zulässige Preisrahmen wird in den §§ 71 bis 71e AktG nicht direkt thematisiert, weshalb darauf abzustellen ist, ob der Rückkaufpreis den aktuellen Kurs nicht zu stark überschreitet. Es ist zu untersuchen, ob zwischen Leistung und Gegenleistung ein objektives Missverhältnis besteht, wobei als Maßstab für einen angemessenen Preis der aktuelle Börsenkurs heranzuziehen ist.¹¹⁰ Beispielsweise geht *Johannsen-Roth (2001)* von einer angemessenen, maximalen Prämie von fünf bis zehn Prozent des Marktpreises der letzten drei bis fünf Handelstage vor dem Rückkauf aus.¹¹¹ Dies bestätigt *Bosse (2000)*, der von einer Vermutungsgrenze von maximal zehn Prozent des Börsenkurses ausgeht.¹¹²¹¹³

5.3 Gefahren für die Aktionäre

Ein Risiko der Aktionäre liegt in deren **Ungleichbehandlung**. Dies ist der Fall, wenn Aktien nur von ausgewählten Aktionären zurückgekauft werden, wie im Rahmen eines Paketerwerbes. Unter diesen Voraussetzungen sind die Rückkaufkriterien besonders kritisch zu beurteilen. Zum einen ist dabei die **Höhe der Rückkaufprämie** für das Vorliegen einer relevanten Ungleichbehandlung entscheidend. Falls den ausgewählten Aktionären ein Rückkaufpreis angeboten wird, der über dem aktuellen Börsenkurs liegt, erleiden die nicht teilnehmenden Aktionäre einen Vermögensnachteil, da eine Verwässerung ihrer Anteile stattfindet. Der Grund hierfür ist, dass das Vermögen des Unternehmens um einen höheren Betrag im Rahmen der Ausschüttung an die teilnehmenden Aktionäre sinkt, als sich die Anzahl der Aktien verringert.

Auf der anderen Seite kann auch der **Zeitpunkt eines Rückkaufes** von ausgewählten Aktionären für eine Ungleichbehandlung entscheidend sein. Insbesondere ein Rückkauf vor einer sich abzeichnenden Krise, der sich ausschließlich an die der Unternehmung nahestehenden Aktionäre richtet, ist kritisch zu betrachten. Dies stellt eine ungerechtfertigte Bevorzugung dar, da die ausgewählten Aktionäre ihr eingesetztes Kapital retten können, während auf die Anderen große Verluste zukommen.¹¹⁴ Allerdings stellt eine solche Vorgehensweise gleichzeitig einen Missbrauch des Insiderhandelsverbotes dar, der gemäß § 14 WpHG unterbunden wird.

¹¹⁰ Vgl. Anmerkungen zur Verhältnismäßigkeit im Abschnitt „1.2 Gesetzliche Regelung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG“ auf Seite 6.

¹¹¹ Vgl. Johannsen-Roth (2001), S. 288.

¹¹² Vgl. Bosse (2000), S. 18.

¹¹³ In den USA ist die zulässige Prämie erheblich höher. Gemäß *Benckendorff (1998)*, S. 238 „dürfte [üblicherweise] eine Prämie von bis zu 30 Prozent des Börsenpreises als zulässig zu betrachten sein.“

¹¹⁴ Vgl. Koch (2006), S. 47.

Des Weiteren kann der Vorstand dazu geneigt sein, gezielt konträre Aktionäre „auszukaufen“, um bei der Hauptversammlung ein bestimmtes Ergebnis erzielen zu können. Diese Vorgehensweise ist jedoch unzulässig, da die Hauptaufgabe der Hauptversammlung – also der Gesamtheit aller Aktionäre – in der Kontrolle des Vorstandes liegt, weshalb die Machtverhältnisse der Hauptversammlung das Ergebnis der individuellen Investitionsentscheidungen der Kapitalmarktteilnehmer darstellen sollten.¹¹⁵ Die Verhinderung einer willkürlichen Ungleichbehandlung der Aktionäre wird aus den genannten Gründen mithilfe des Gleichbehandlungsgrundsatzes gemäß § 53a AktG erwirkt.

5.4 Gefahren für den Kapitalmarkt

Eine potenzielle Gefahr für den Kapitalmarkt liegt in der **Kursmanipulation**, da Aktienrückkäufe die Möglichkeit bieten können, Einfluss auf den Preisbildungsmechanismus am Kapitalmarkt auszuüben. Dies führt zu einer Verzerrung des Aktienkurses als Widerspiegelung des tatsächlichen Wertes der Unternehmung, wodurch Fehlentscheidungen und -investitionen von Gläubigern und Anlegern auftreten können.¹¹⁶ Insbesondere kann der Vorstand die Signaling-Theorie missbrauchen, indem er eine scheinbare Unterbewertung vorgibt, um beispielsweise eine kurzfristige Kurssteigerung unmittelbar vor dem Auslaufen von Optionen des Managements zu erzielen.¹¹⁷

Um eine Kursmanipulation zu verhindern, werden die Kapitalmarktteilnehmer über die Ad-hoc-Publizitätspflicht gemäß § 15 WpHG umfassend über die Handlungen der Unternehmen informiert.¹¹⁸ Weiterhin wurden in der Regierungsbegründung des KonTraG eine kontinuierliche Kurspflege sowie der Handel mit eigenen Aktien unterbunden, denn bei diesen Maßnahmen kann eine Marktmanipulation unterstellt werden.¹¹⁹ Anderenfalls besteht die Gefahr, dass die Anleger das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit und Ordnungsmäßigkeit des Preisbildungsmechanismus an der Börse verlieren.¹²⁰ Eine weitere Gefahr besteht in der Durchführung von **Insiderhandel**. Da das Management des Unternehmens als Erstes über einen bevorstehenden Aktienrückkauf informiert ist, kann es dazu verleitet werden, den Informationsvorsprung auszunutzen, weshalb Insiderhandel gemäß § 14 WpHG untersagt ist.

Außerdem schränken Aktienrückkäufe in ihrer Funktion als Abwehr feindlicher Übernahmen den **Markt für Unternehmenskontrolle** ein. Grundsätzlich soll die potenzielle Gefahr einer Übernahme als externer Kontrollmechanismus für die Qualität der Manage-

¹¹⁵ Vgl. Kitanoff (2009), S. 150.

¹¹⁶ Vgl. Koch (2006), S. 49.

¹¹⁷ Vgl. Bayer, Hoffmann und Weinmann (2007), S. 463.

¹¹⁸ Zur ausführlicheren Betrachtung vgl. Johannsen-Roth (2001), S. 89 - 91.

¹¹⁹ Vgl. Deutscher Bundestag (1998), S. 13.

¹²⁰ Dies hätte zur Folge, dass sich Anleger aus dem Kapitalmarkt zurückziehen, was die Platzierung von neuen Aktien erheblich erschweren bzw. lediglich unter Zahlung eines höheren Risikoaufschlages ermöglichen würde, vgl. ausführlicher Boguslawska (2010), S. 26 - 27.

mentleistungen wirken. Wird die Gefahr mithilfe von Aktienrückkäufen ausgeschaltet, führt dies zu uneffektiven Managementleistungen.

TEIL C: EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG

1. Fragestellung

Im Rahmen der empirischen Untersuchung soll der Frage nachgegangen werden, welche Relevanz Aktienrückkaufprogramme am deutschen Kapitalmarkt besitzen. Dazu soll zum einen das jährliche Volumen von Aktienrückkaufprogrammen betrachtet werden. Da das Wesen eines Aktienrückkaufes wirtschaftlich gesehen in einer Ausschüttung liquider Mittel an die Aktionäre liegt, werden die jährlichen Dividendenzahlungen vergleichend hinzugezogen, um einen Überblick über die gesamten Kapitalausschüttungen der Unternehmen zu erhalten. Außerdem soll den Rahmenbedingungen sowie den Gründen, die für bzw. gegen einen Aktienrückkauf gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG sprechen können, nachgegangen werden. Bereits *Bertheim (1933)* stellte fest, „*daß es nicht einfach, häufig sogar unmöglich ist, die Gründe [eines Aktienrückkaufes] einwandfrei festzustellen; dafür spielen sich die Vorgänge zu sehr unter dem Ausschluss der Öffentlichkeit ab.*“¹²¹ Aus diesem Grund wird die Rückkaufmotivation in der vorliegenden Arbeit direkt abgefragt. Fraglich ist allerdings, inwieweit die Angaben des Managements belastbar sind, da subjektive Einflussfaktoren die Einschätzungen verzerren können.

2. Methodisches Vorgehen

2.1 Design der Studie

Die Grundgesamtheit der empirischen Erhebung stellen alle deutschen, börsennotierten Unternehmen dar, die rechtlich durch das Aktiengesetz geregelt werden. Unternehmen, die über einen Hauptsitz im Ausland verfügen, wurden bewusst ausgeschlossen, denn für diese können abweichende gesetzliche Regelungen zur Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen gelten. Dadurch wäre eine vergleichende Betrachtung nicht möglich. Da der Fokus der empirischen Erhebung auf den Erfahrungen mit Aktienrückkäufen gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG liegt, werden deutsche Unternehmen ausgeschlossen, die nicht durch das Aktiengesetz geregelt werden. Um die Grundgesamtheit repräsentativ abbilden zu können, fand eine bewusste Stichprobenauswahl statt. Die Stichprobe besteht aus allen Unternehmen, deren Hauptsitz sich in Deutschland befindet, die rechtlich durch das Aktiengesetz geregelt werden und am Stichtag, dem 31. Dezember 2013, in einem der folgenden Auswahlindizes der Deutschen Börse notiert waren: DAX 30, TecDAX, MDAX sowie SDAX. Dies umfasst insgesamt eine Anzahl von 150 Unternehmen, deren Zusammensetzung in der folgenden Tabelle ersichtlich wird.

¹²¹ Bertheim (1933), S. 5.

Tab. 5: Zusammensetzung der Stichprobe

| | DAX 30 | TecDAX | MDAX | SDAX | Gesamt |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Anzahl Unternehmen | 30 | 30 | 50 | 50 | 160 |
| davon Hauptsitz im Ausland | 0 | 3 | 3 | 3 | 9 |
| davon Hauptsitz im Inland, aber ausländische Rechtsform | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| Stichprobe | 30 | 27 | 47 | 46 | 150 |

Da Unternehmen der vier wichtigsten deutschen Auswahlindizes der Deutschen Börse gewählt wurden, soll näher auf deren Relevanz eingegangen werden. Der DAX 30¹²² beinhaltet die 30 größten und umsatzstärksten Unternehmen, die an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert sind und stellt Deutschlands wichtigstes Börsenbarometer dar. Der TecDAX umfasst die 30 größten und liquidesten Unternehmen der Technologie-Branche, die nicht zum DAX 30 gehören. Weiterhin führt der MDAX 50 mittelständische Unternehmen, sogenannte Midcaps, während der SDAX 50 kleinere Unternehmen umfasst.¹²³ Es wird deutlich, dass durch die Auswahl der Indizes sowohl große als auch kleinere Unternehmen erfasst werden, wodurch die Repräsentativität für den gesamten deutschen Kapitalmarkt gewährleistet wird.

Schwerpunkte

Die empirische Erhebung unterteilt sich in zwei Schwerpunkte:

1. Quantitative Erhebung der jährlichen Aktienrückkauf- und Dividendenvolumina durch Sekundärforschung,
2. Quantitative Erhebung durch Primärforschung im Rahmen einer Online-Befragung.

Im **ersten Teil** der empirischen Erhebung wurde das jährliche Volumen von Aktienrückkäufen sowie von Dividendenzahlungen der Unternehmen ermittelt.¹²⁴ Der Untersuchungszeitraum wurde vom 1. Januar 1999 bis zum 31. Dezember 2013 definiert, womit die Untersuchung zum Zeitpunkt der Klärung der steuerlichen Auswirkungen des KonTraG beginnt. Die Daten der Dividendenzahlungen der Unternehmen wurden mithilfe der Software Thomson Reuters Datastream ermittelt. Das jährliche Dividendenvolumen pro Unternehmen wurde auf Basis der Informationen der Höhe der Dividende pro Aktie (Datentyp DPS), des Tages der Dividendenzahlung (Datentyp PYD) sowie der täglichen Aktienanzahl (Datentyp NOSH) ermittelt. Demgegenüber wurden die Aktienrückkaufvolumina den jeweiligen Geschäftsberichten entnommen.¹²⁵ Dabei wurde auf die Information über das Rückkaufvolumen des jeweiligen Geschäftsjahres zurückgegriffen, die der Vor-

¹²² Damit es zu keiner Verwechslung kommt, wird der DAX als „DAX 30“ bezeichnet, während mit „DAX-Unternehmen“ die vier Aktienindizes DAX 30, TecDAX, MDAX sowie SDAX der Deutschen Börse gemeint sind.

¹²³ Vgl. Deutsche Börse (2013), S. 8 - 9.

¹²⁴ Neben dem Erwerb gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG wurde auch der (sehr seltene) Erwerb gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 1 AktG einbezogen.

¹²⁵ Die Datentypen ECLDP047 (Share Buyback) sowie ECLDP048 (Share Buyback Amount) der Software Thomson Reuters Datastream lieferten teilweise unvollständige und zum Großteil fehlerhafte Daten.

stand gemäß § 160 Abs. 1 Nr. 2 AktG im Anhang des Jahresabschlusses zu veröffentlichen hat.¹²⁶ Die manuelle Vorgehensweise wurde gewählt, um Daten mit hoher Aussagekraft und Zuverlässigkeit zu erhalten. Um ein angemessenes Verhältnis von Aufwand und Nutzen zu erzielen, fand eine Beschränkung der Stichprobe auf die Unternehmen des DAX 30 statt. Allerdings ist anzumerken, dass die Daten insofern inkonsistent sind, dass zwei Unternehmen noch nicht zu Beginn des Untersuchungszeitraumes existierten. So ist die Infineon Technologies AG erst im Laufe des Jahres 1999 aus der Siemens AG hervorgegangen und die LANXESS AG entstand erst im Jahr 2004 durch Ausgliederung aus der Bayer AG. Des Weiteren sind die Rückkaufvolumina der Unternehmen Infineon Technologies AG, Siemens AG sowie ThyssenKrupp AG leicht verschoben, da sich das Geschäftsjahr dieser Unternehmen vom 1. Oktober bis zum 31. September erstreckt und ein separater Ausweis der Rückkaufaktivitäten innerhalb des Kalenderjahres nicht erfolgte.¹²⁷

Im **zweiten Teil** der empirischen Untersuchung wurde zur Erhebung der Primärdaten eine deskriptive Untersuchung durchgeführt. Die Datenerhebung wurde mithilfe des Erhebungsinstruments der Befragung im Rahmen eines standardisierten Online-Fragebogens durchgeführt. Die Erhebung bezieht sich auf den Untersuchungszeitraum vom 1. Januar 2009 bis zum 31. Dezember 2013, denn Informationen, die weiter als fünf Jahre zurückliegen, können in der Regel nicht vollumfänglich von aktuell beschäftigten Mitarbeitern beantwortet werden. Um den Fragebogen zu konzipieren, wurde teilweise auf Fragestellungen bzw. Herangehensweisen früherer Studien zurückgegriffen.¹²⁸

Der standardisierte Online-Fragebogen besteht aus zehn Fragen, die in Abhängigkeit der vorhergehenden Antworten eingeblendet wurden.¹²⁹ Dadurch konnte individuell auf die spezifische Situation der jeweiligen Unternehmung eingegangen werden. Jedem Teilnehmer wurden – in Abhängigkeit seiner bisherigen Erfahrungen mit Aktienrückkaufprogrammen – zwischen vier und neun Fragen gestellt. Zunächst wurde in Erfahrung gebracht, ob eine Ermächtigung der Hauptversammlung zur Durchführung von Aktienrückkäufen gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG in der Vergangenheit vorlag bzw. eine erstmalige oder erneute Ermächtigung geplant ist. Anschließend wurde ermittelt, ob und in welchem Umfang Aktienrückkäufe in der Vergangenheit durchgeführt wurden. Falls die Unternehmung im Untersuchungszeitraum über Erfahrungen mit Aktienrückkäufen verfügte, wurde nach den genutzten Erwerbsformen sowie den Auswirkungen auf den Aktienkurs gefragt. Anschließend folgte das Kernstück der Befragung, wobei die Relevanz verschiedener Gründe für bzw. gegen den Einsatz von Aktienrückkaufprogrammen zu beurteilen

¹²⁶ Falls die Informationen den Geschäftsberichten nicht entnommen werden konnten, wurde in Ausnahmefällen auf Daten der Erhebung von *Nekat* (2009), S. 250 - 251 zurückgegriffen.

¹²⁷ Während einige Unternehmen bei einem Erwerb über die Börse explizit angeben, wie viele Aktien an welchen Tagen zu welchem Kurs erworben wurden, begnügten sich andere mit einer (teilweise stark gerundeten) zusammenfassenden Angabe pro Geschäftsjahr.

¹²⁸ Vgl. Deutsches Aktieninstitut (1999) und Schremper (2002).

¹²⁹ Der Online-Fragebogen ist im Anhang unter „E.4 Online-Fragebogen“ einzusehen.

war. Abschließend wurde die Neigung der zukünftigen Inanspruchnahme des Erwerbes eigener Aktien abgefragt.

Um die Teilnahmebereitschaft der Unternehmen nicht zu begrenzen bzw. die Abbruchgefahr zu minimieren, wurde der Fragebogen relativ kurz gehalten, sodass eine Beantwortung innerhalb von fünf Minuten möglich war. Dies erhöhte merklich die Teilnahme, wie das folgende anonyme Feedback eines Teilnehmers zeigte: *„Ihre Fragestellungen und die Kürze der Umfrage war ausschlaggebend für die Teilnahme“*. Es wurden größtenteils geschlossene Fragen gewählt, um eine statistische Auswertbarkeit der Ergebnisse zu gewährleisten. Die geschlossenen Fragen wurden teilweise durch freie Textfelder ergänzt, deren Inanspruchnahme fakultativ war und dazu beitrug, dass wichtige Kriterien, die nicht in der Antwortauswahl vorgegeben waren, dennoch erfasst werden können. Als Fragentypen wurden die Einfachauswahl, die Mehrfachauswahl sowie die Likert-Skalierung¹³⁰ gewählt. Bei der Likert-Skala wurden alle Skalenwerte verbal beschrieben, wobei die Möglichkeit der Angabe „mittel“ durch eine (faktisch) gerade Skala bewusst ausgeklammert wurde, um die Entscheidung zu einer Tendenz zu erzwingen. Anderenfalls kann die „Tendenz zur Mitte“ dazu führen, dass Teilnehmer stets geneigt sind die Ausprägung „mittel“ anzukreuzen, wodurch eine differenzierte Generierung von Ergebnissen lediglich eingeschränkt möglich ist. Weiterhin wurden Pflichtfragen als solche markiert, um beim Weiterklicken eine Beantwortung zu erzwingen. Dadurch konnte ein versehentliches Auslassen einzelner Aspekte verhindert werden.

2.2 Datenerhebung

Zur Erstellung des Online-Fragebogens wurde die Unipark Software Lizenz „Student“ des Unternehmens QuestBack genutzt. Da diese frei von störender Werbung ist, konnte ein professioneller Auftritt gewährleistet werden. Der Fragebogen wurde an die öffentlich zugänglichen E-Mail-Adressen der jeweiligen Investor Relations-Abteilung gesendet. Das erfolgte am 15. April 2014 über einen Link per E-Mail. Im Anschreiben wurde explizit auf die anonyme Verwendung der Daten sowie die mögliche anschließende Zusendung der Erkenntnisse in statistischer Aufbereitung aus Gründen der Incentivierung eingegangen. Erfolgte innerhalb von drei Wochen keine Rückmeldung, wurde der Fragebogen im Rahmen von zwei Erinnerungsschreiben am 6. sowie anschließend am 27. Mai erneut versendet, um die Rücklaufquote zu maximieren. Auf diese Weise konnten 71 Antworten erzielt werden. Allerdings wurden davon nur 58 Fragebögen vollständig bearbeitet. Die effektive Stichprobe von 58 Unternehmen entspricht einer Rücklaufquote von 38,7 Prozent. Erwartungsgemäß ist der Rücklauf damit unvollständig. Viele Unternehmen gaben an, dass sie aufgrund der Fülle der zugesandten Befragungen nicht in der Lage sind, auf alle einzugehen bzw. deshalb grundsätzlich aus Gründen der Gleichbehandlung von der Beantwortung absehen. Weitere Gründe der Nichtteilnahme lagen darin, dass mehrere

¹³⁰ Die Likert-Skalierung dient der Einstellungsmessung, wobei mehrere Kriterien anhand einer Skala von „unwichtig“ bis „sehr wichtig“ beurteilt werden.

Unternehmen, die in den letzten fünf Jahren keine Aktienrückkaufprogramme durchgeführt haben, nicht teilnehmen wollten, da keine veröffentlichten Dokumentationen zu der Thematik existieren.

Aufgrund des unvollständigen Rücklaufes soll anschließend die Aussagekraft und Repräsentativität der erhobenen Daten überprüft werden. In diesem Zusammenhang erfolgt in Tabelle 6 eine Untersuchung der Strukturgleichheit der Stichprobe und der effektiven Stichprobe anhand der Zugehörigkeit zu den Aktienindizes. Es wird ersichtlich, dass eine Strukturgleichheit der Stichprobe und der effektiven Stichprobe grundsätzlich gegeben ist. Allerdings sind die Unternehmen des TecDAX etwas überrepräsentiert und die MDAX-Unternehmen etwas unterrepräsentiert.

Tab. 6: Zusammensetzung der Indexzugehörigkeit der effektiven Stichprobe

| | DAX30 | TecDAX | MDAX | SDAX | Gesamt |
|---|-------|--------|-------|-------|--------|
| Stichprobe | 30 | 27 | 47 | 46 | 150 |
| Antworten | 14 | 14 | 22 | 21 | 71 |
| davon vollständige Antworten = effektive Stichprobe | 11 | 13 | 16 | 18 | 58 |
| effektive Stichprobe in % | 36,7% | 48,1% | 34,0% | 39,1% | 38,7% |

Quelle: Eigene Darstellung.

2.3 Datenauswertung

Auf Basis der erhobenen Daten wurden mithilfe der Software Microsoft Excel Diagramme und Tabellen erstellt, welche einer anschaulichen, graphischen Vermittlung der Ergebnisse dienen sollen. Im Rahmen der Ermittlung der Relevanz der Gründe für bzw. gegen die Durchführung von Aktienrückkäufen wurde unterstellt, dass die Ausprägungen der Likert-Skala einer Skala von 0 bis 5 entsprechen. Dabei wurde die Ausprägung „keine Relevanz“ mit 0 gewichtet, „sehr geringe Relevanz“ mit 1, „eher geringe Relevanz“ mit 2, „eher hohe Relevanz“ mit 4 sowie „sehr hohe Relevanz“ mit 5. Die Gewichtung mit dem Faktor 3 wurde bewusst ausgeklammert, da diese der Ausprägung „mittlere Relevanz“ entsprochen hätte und anderenfalls eine Übergewichtung von Faktoren mit einer hohen Bewertung einer „eher geringen Relevanz“ erfolgen würde. Anschließend wurde ein gewichteter Durchschnitt der Antworten gebildet und so ein Ranking der Motive erstellt. Auf Grundlage der Diagramme und Tabellen erfolgte eine Interpretation der Ergebnisse.

3. Ergebnisse

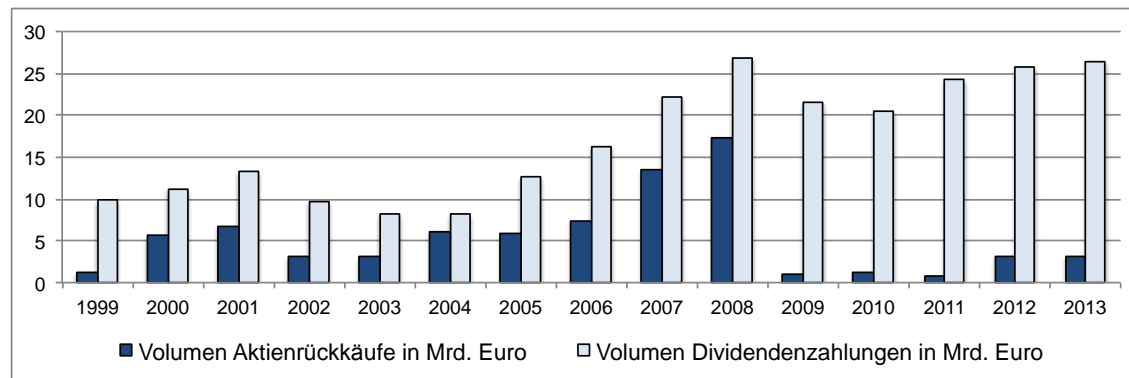
3.1 Ergebnisse der Sekundärforschung

Die folgende Abbildung stellt die Entwicklung des jährlichen Aktienrückkaufvolumens sowie des Volumens der Dividendenzahlungen der am 31. Dezember 2013 im DAX 30 notierten Unternehmen von 1999 bis 2013 dar.¹³¹ Es ist zu erkennen, dass seit der Ein-

¹³¹ Die Daten sind im Anhang unter „E.3 Daten der Sekundärforschung“ einzusehen.

führung des Rückkaufes eigener Aktien ohne gesetzliche Zweckvorgabe eine stetige Zunahme von Aktienrückkäufen in Deutschland stattfand. Außerdem wird deutlich, dass das Volumen der Aktienrückkäufe stets unter den Dividendenzahlungen zurückblieb.

Abb. 3: Jährliches Volumen der Aktienrückkäufe und Dividendenzahlungen der DAX 30 Unternehmen von 1999 bis 2013 in Mrd. Euro



Quelle: Vgl. Geschäftsberichte der am 31. Dezember 2013 im DAX 30 notierten Unternehmen von 1999 - 2013.

Im Jahr 1999 war das Volumen der Aktienrückkäufe mit ca. 1,3 Mrd. Euro minimal, da die Unternehmen kaum Erfahrungen mit der neuen Liberalisierung des Rückkaufes eigener Aktien gemacht hatten und die steuerliche Behandlung noch nicht vollends geklärt war. Im Jahr 2000 nahmen die Rückkaufaktivitäten aufgrund der allgemeinen Börsenhausse erheblich zu. Von 2001 bis 2003 musste sich der Markt nach dem Platzen der Internetblase zunächst erholen, wodurch ein leichter Rückgang zu erkennen ist. Der hohe Wert des Jahres 2001 liegt darin begründet, dass die E.ON AG das damals größte Aktienrückkaufprogramm mit einem Volumen von 4,5 Mrd. Euro durchführte. Auch im Jahr 2004 wird das Volumen durch eine Einzeltransaktion verzerrt, da die Deutsche Bank ein Aktienrückkaufprogramm in Höhe von 4 Mrd. Euro umsetzte. Ab dem Jahr 2004 nahmen Aktienrückkäufe und Dividenden volumenmäßig stetig zu. Im Jahr 2008 war der Höhepunkt mit einer Gesamtausschüttung von 44 Mrd. Euro zu verzeichnen, wobei 35 Prozent auf Aktienrückkäufe entfielen. Der Aufwärtstrend endete abrupt durch den Höhepunkt der Finanzmarktkrise am 15. September 2008¹³². Im Zuge der Finanzmarktkrise herrschte hohe Unsicherheit auf den Finanzmärkten, wodurch die meisten Unternehmen ihre Aktienrückkaufprogramme Ende 2008 einstellten.

Beispielsweise brach die E.ON SE ihren geplanten Rückkauf im Jahr 2008 ab: „Um dem Konzern angesichts der Finanzmarktkrise ein höchstmögliches Maß an Flexibilität zu bewahren, hat E.ON entschieden, den Aktienrückkauf zunächst nicht weiterzuführen.“¹³³ Weiterhin traf dies auf die Daimler AG, die BASF SE sowie die Siemens AG zu.¹³⁴

Von 2009 bis 2011 war die Durchführung von Aktienrückkäufen durch die Auswirkungen der Finanzmarktkrise minimal. In dieser Zeitspanne wurden nur etwa fünf Prozent der gesamten Ausschüttungen in Form von Aktienrückkäufen getätigt. Die Ausschüttungen

¹³² Am 15. September 2008 fand der Zusammenbruch der Investmentbank „Lehman Brothers“ statt.

¹³³ E.ON (2009), S. 28.

¹³⁴ Vgl. Faz.net (2009), o.S.

über Dividendenzahlungen nahmen ab 2009 zwar ebenfalls ab, aber lediglich in geringem Umfang, wodurch die Priorität der Zahlung einer Dividende im Rahmen der Dividendenkontinuität bestätigt wird. Darüber hinaus kann die Reduktion des Aktienrückkaufvolumens teilweise damit begründet werden, dass die steuerliche Bevorzugung von Aktienrückkäufen gegenüber Dividendenzahlungen ab 2009 im Zuge der Abgeltungssteuer wegfiel.

Ab dem Jahr 2012 ist ein erneuter Aufwärtstrend zu verzeichnen. Das erste Unternehmen, welches in diesem Jahr wieder ein groß angelegtes Aktienrückkaufprogramm wagte, war die Siemens AG. Sie kaufte Aktien im Wert von 2,92 Mrd. Euro von ihren Aktionären zurück. Es wäre zu vermuten, dass die übrigen Unternehmen die Liquiditätseinbußen der Finanzmarktkrise noch nicht so weit überwunden hatten, dass sie wieder an das Ausschütten von Finanzmitteln denken konnten. Allerdings befinden sich die Cash-Reserven der DAX 30 Unternehmen im Jahr 2011 auf einem Rekordniveau von 150 Mrd. Euro.¹³⁵ Die rekordhohen Cash-Bestände sind damit zu begründen, dass viele Unternehmen die Sparanstrengungen in der Krise intensivierten sowie ihre Effizienz steigern konnten.¹³⁶ Dies zeigt, dass die deutschen Unternehmen eine vorsichtige Herangehensweise an den Tag legen und die finanziellen Mittel sicherheitshalber vorerst im Unternehmen behalten wollen. Es ist weiterhin zu vermuten, dass das Bestreben besteht, im Rahmen eines bewussteren Umgangs mit Risiken die Fehler der Vergangenheit zukünftig zu vermeiden und folglich erst einmal abzuwarten. Denn abgesehen von kurzfristigen Überrenditen zum Zeitpunkt der Ankündigung *„sind selbst auf dem Höhepunkt des Börsenbooms die Werte deutscher Konzerne durch die Rückgabe von Eigenkapital kaum gestiegen.“*¹³⁷ Demgegenüber befinden sich die Dividendenzahlungen annähernd wieder auf dem Niveau von 2008, wodurch sich die eindeutige Präferenz der Dividendenzahlungen bestätigt.

Im Jahr 2013 blieb das Aktienrückkaufvolumen mit ca. 3,2 Mrd. Euro auf dem Vorjahresniveau. Es ist davon auszugehen, dass das jährliche Volumen wieder ansteigt oder zumindest auf dem Niveau von 2012 bleibt.

Im Jahr 2014 plant die Siemens AG vom 12. Mai 2014 bis zum 31. Oktober 2015 über ein Aktienrückkaufprogramm bis zu 4 Mrd. Euro an die Aktionäre auszuschütten. Weiterhin lief das Rückkaufprogramm der Münchener Rückversicherungs AG aus dem Jahr 2013 bis zum 22. April 2014 und ging nahtlos in den Beschluss der diesjährigen Hauptversammlung über. Demnach sollen vom 1. Mai 2014 bis zum 23. April 2015 Aktien bis zu einem Volumen von 1 Mrd. Euro zurückerworben werden. Demgegenüber existieren auch Prognosen von Analysten über zukünftige Rückkaufaktivitäten. So sei beispielsweise die Adidas AG nach Einschätzung des Analysten Christopher Walker des japanischen Analysehauses Nomura *„heißester Kandidat für Aktienrückkäufe 2014 oder 2015“*.¹³⁸

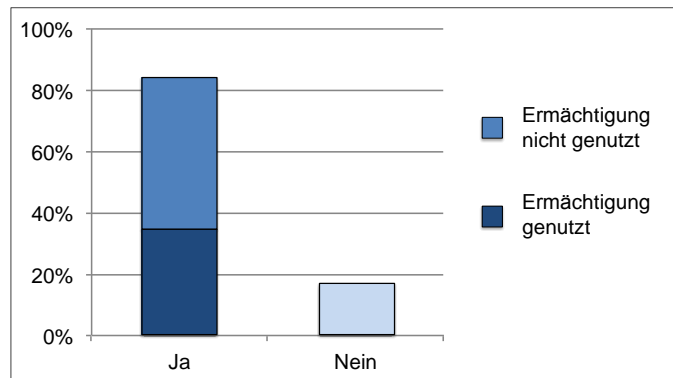
¹³⁵ Vgl. Sommer (2011), o.S.

¹³⁶ Grundlehner (2013), o.S.

¹³⁷ Steltzner (2009), o.S.

¹³⁸ Eidam (2013), o.S.

Abb. 4: Vorhandensein einer Ermächtigung der DAX 30 Unternehmen 2013, n = 30



Quelle: Vgl. Geschäftsberichte der im DAX 30 notierten Unternehmen von 2013.

Wie in Abbildung 4 zu erkennen ist, verfügten im Jahr 2013 80 Prozent der Unternehmen über eine Ermächtigung des Vorstandes zum Rückkauf eigener Aktien durch die Hauptversammlung. Dadurch wird deutlich, dass die Mehrheit der Unternehmen einen Aktienrückkauf grundsätzlich in Erwägung zieht, der Großteil der Beschlüsse jedoch nicht genutzt wird. Lediglich 42 Prozent der Ermächtigungen führten zur tatsächlichen Durchführung eines Aktienrückkaufprogrammes. Dabei ist zu beobachten, dass der Vorstand in vielen Fällen jährlich eine neue Ermächtigung erwirkt, obwohl diese bis zu fünf Jahre ihre Gültigkeit behalten würde. Die Deutsche Post AG bestätigt, dass dies „*einer verbreiteten Praxis bei börsennotierten Aktiengesellschaften in Deutschland* [entspricht].“¹³⁹ Somit wird deutlich, dass die Erteilung der Ermächtigung in der jährlichen Hauptversammlung mittlerweile einen Pro-Forma-Vorgang darstellt, der häufig als Vorratsbeschluss ohne konkrete Rückkaufabsichten dient.¹⁴⁰ Des Weiteren werden bei Ermächtigungen des Vorstandes durch die Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Aktien grundsätzlich die gesetzlich maximalen zehn Prozent des Grundkapitals als Obergrenze festgesetzt. Dies zeigt, dass die Unternehmen ihren Handlungsspielraum nicht einschränken wollen.

3.2 Ergebnisse des Online-Fragebogens

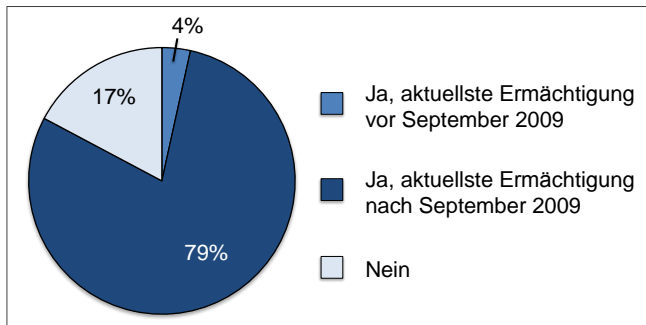
Um herausfinden zu können, ob sich die befragten Unternehmen bereits mit dem Thema Aktienrückkäufe auseinandergesetzt haben bzw. eine Inanspruchnahme in Erwägung zogen, wurde ermittelt, ob eine Rückkaufermächtigung im Rahmen der Hauptversammlung in der Vergangenheit erteilt wurde. In Abbildung 5 ist zu erkennen, dass über 80 Prozent der Unternehmen innerhalb der letzten fünf Jahre über eine Ermächtigung zum Rückkauf eigener Aktien verfügten. Dabei fand die aktuellste Ermächtigung von knapp 80 Prozent der Unternehmen (46 Unternehmen) nach dem 1. September 2009 statt, wodurch diese in der Regel eine Gültigkeit von fünf Jahren aufweist und somit bis zum aktuellen Zeitpunkt gültig sein dürfte. Dies zeigt, dass das Finanzinstrument der Aktienrückkäufe bei deutschen Unternehmen durchaus präsent ist. Lediglich 17 Prozent der

¹³⁹ Deutsche Post AG (2014), S. 41.

¹⁴⁰ Vgl. Sendel-Müller und Weckes (2013), S. 4.

Unternehmen lehnten eine Inanspruchnahme von Aktienrückkäufen in den letzten fünf Jahren komplett ab.

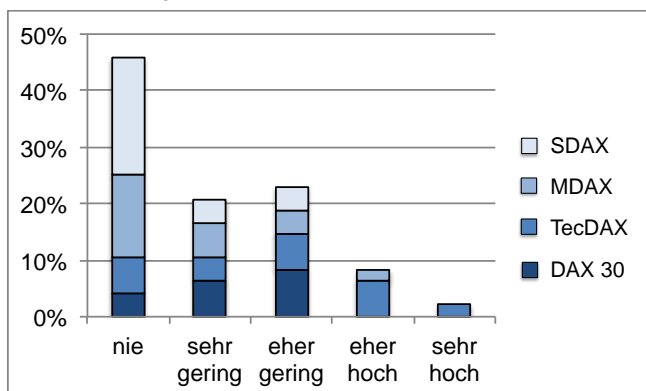
Abb. 5: „Existierte in den letzten fünf Jahren eine Ermächtigung zum Rückkauf eigener Aktien?“, n = 58



Von den 46 Unternehmen, die aktuell über eine Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Aktien verfügen, planen 43 Prozent die aktuelle Ermächtigung nach deren Ablauf zu erneuern (siehe Abbildung A-14 im Anhang). Das spricht für den Trend, dass sich deutsche Unternehmen die Möglichkeit der Inanspruchnahme von Aktienrückkäufen auch zukünftig offen lassen möchten.

Weiterhin führte von den 48 Unternehmen, die im Untersuchungszeitraum über eine Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Aktien verfügten, circa die Hälfte tatsächlich einen Aktienrückkauf durch. Damit ergibt sich ein effektiver Stichprobenumfang von 26 Unternehmen, die im Betrachtungszeitraum einen Aktienrückkauf durchführten. Insgesamt teilten – gemäß Abbildung 6 – 43 Prozent mit, aus eigener Sicht im Untersuchungszeitraum eher in geringem Umfang Rückkäufe betrieben zu haben, während lediglich zehn Prozent der Unternehmen die eigenen Rückkaufaktivitäten als hoch bezeichneten. Diese geringe Einschätzung der Rückkaufaktivitäten korreliert mit der Betrachtung der jährlichen Rückkaufvolumina, welche eine unterdurchschnittliche Repräsentanz von 2009 bis 2013 widerspiegelt.

Abb. 6: Umfang Aktienrückkäufe, n = 48

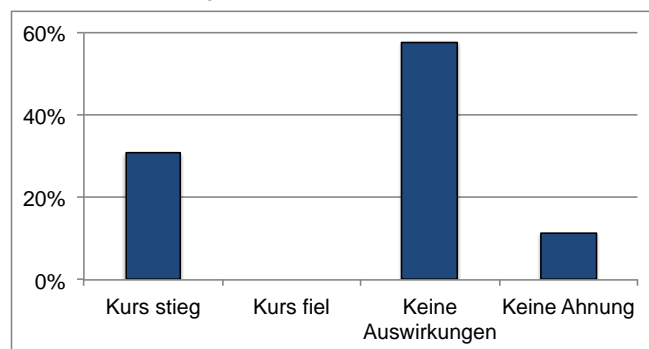


Anschließend wurden die durchgeführten Erwerbsmethoden erfasst, wobei zu verzeichnen ist, dass fast ausschließlich ein Erwerb über die Börse praktiziert wurde (siehe Abbildung A-15 des Anhanges). Lediglich zwei Unternehmen gaben an, im Untersuchungs-

zeitraum einen Erwerb mithilfe eines Festpreisangebotes durchgeführt zu haben. Die Durchführung eines Preisspannenangebotes, der Ausgabe übertragbarer Verkaufsoptionen sowie eines Paketerwerbes wurde von keinem Unternehmen angegeben. Dadurch wird die signifikante Relevanz des Rückkaufes über die Börse verdeutlicht.

Bei der Frage nach den Auswirkungen der Aktienrückkäufe auf den Aktienkurs gab ein Drittel der Unternehmen steigende Kurse an, während kein einziges Unternehmen von fallenden Kursen sprach (siehe Abbildung 7). Dies lässt eine kurssteigernde Wirkung von Rückkäufen in der Praxis vermuten. Dabei ist jedoch die gewählte Erwerbsform zu berücksichtigen. Da keines der vorliegenden Unternehmen einen Aktienrückkauf mithilfe eines Paketerwerbes durchführte, erscheint es plausibel, dass keine negativen Auswirkungen zu verzeichnen waren. Weiterhin gab mehr als die Hälfte der Unternehmen an, dass sich ein Rückkauf nicht auf den Aktienkurs auswirkte. Somit kann behauptet werden, dass Aktienrückkäufe bei Weitem keine zwangsläufig positive, aber eine *tendenziell* positive Auswirkung auf den Aktienkurs aufweisen. Der Zusammenhang wird dadurch bestärkt, dass 47 Prozent der Unternehmen die positive Auswirkung eines Aktienrückkaufes auf den Aktienkurs als eher bzw. sehr relevant für die Durchführung von Rückkäufen einstufen.¹⁴¹ Allerdings wurde beispielsweise von einem Teilnehmer angemerkt, dass der Kursanstieg in der Regel nur von kurzer Dauer sei.

Abb. 7: Auswirkungen auf den Aktienkurs, n = 26



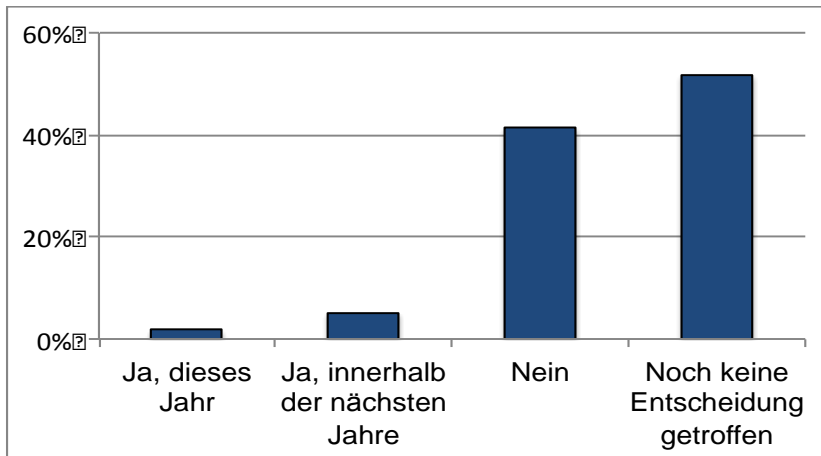
Sofern die Unternehmen Erwartungen in Bezug auf die Auswirkung auf den Aktienkurs besaßen, wurden diese auch erfüllt (siehe Abbildung A-16 des Anhanges). Folglich ist anzunehmen, dass sich die Unternehmen über die tendenziell positiven Auswirkungen von Aktienrückkäufen auf den Aktienkurs durchaus bewusst sind.

Die Einstellung gegenüber der zukünftigen Durchführung von Aktienrückkäufen gestaltet sich sehr verhalten. Gemäß Abbildung 8 planen lediglich sieben Prozent der an der Untersuchung teilnehmenden Unternehmen die Durchführung eines Aktienrückkaufprogrammes, während sich über 40 Prozent gegen eine zukünftige Inanspruchnahme entschieden haben. Allerdings ist anzumerken, dass Unternehmen, die noch keine Informationen in Bezug auf eventuelle zukünftige Aktienrückkaufaktivitäten veröffentlicht haben,

¹⁴¹ Die Ergebnisse sind im Anhang unter „E.5 Ergebnisse des Online-Fragebogens“ einzusehen.

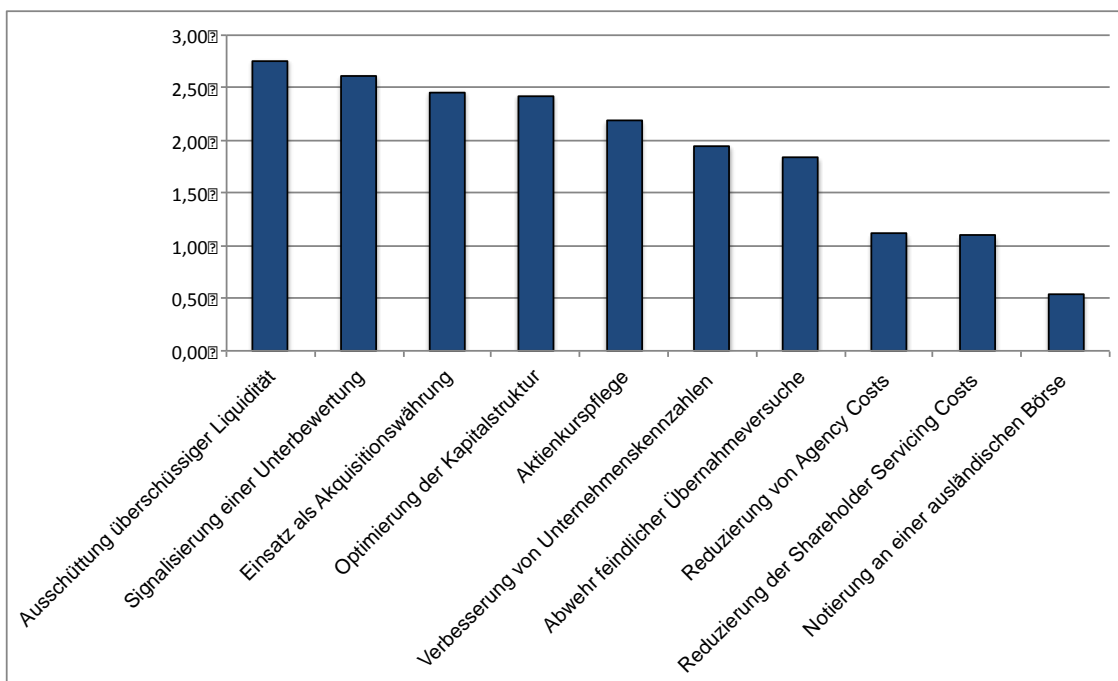
dies eventuell nicht unautorisiert preisgeben möchten bzw. dürfen. Deshalb könnte die Quote der Unternehmen, die zukünftigen Aktienrückkaufprogrammen ablehnend gegenüber stehen, etwas niedriger sein. Auf der anderen Seite lehnten sechs Unternehmen eine Teilnahme an der Befragung ab, weil eine Auseinandersetzung mit der Thematik aktuell nicht stattfand, wodurch eine höhere Quote anzunehmen wäre.

Abb. 8: „Sind zukünftige Aktienrückkäufe geplant?“, n = 58



Gründe für einen Aktienrückkauf

Abb. 9: Gründe zur Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen, n = 54



Im Rahmen der vorliegenden Untersuchung wurde weiterhin die Relevanz von zehn potenziellen Motiven zum Rückkauf eigener Aktien aus Sicht der Unternehmen beleuchtet.¹⁴² Dabei wurden vier Unternehmen von der Betrachtung ausgeschlossen, die im Un-

¹⁴² Die Ergebnisse sind im Anhang unter „E.5 Ergebnisse des Online-Fragebogens“ einzusehen.

tersuchungszeitraum über keine Ermächtigung verfügten und eine zukünftige Erteilung einer Ermächtigung zum Untersuchungszeitpunkt ausschlossen.¹⁴³

Die Umfrage ergab, dass die höchste Relevanz dem Zweck der Ausschüttung überschüssiger Liquidität zugesprochen wird (siehe Abbildung 9). Dies empfand knapp die Hälfte der Unternehmen als wichtig¹⁴⁴, während dem Motiv lediglich zehn Prozent der Teilnehmer keine Bedeutung beimaßen. Die zweithöchste Priorität erhielt die Signalisierung einer Unterbewertung, die von knapp der Hälfte der Teilnehmer als eher bzw. sehr wichtig eingeschätzt wurde. Auf dem dritten Platz landete der Einsatz als Akquisitionswährung. Die geringe angegebene Relevanz der Verbesserung von Unternehmenskennzahlen kann vermuten lassen, dass sich die Unternehmen zu der (teilweisen) Manipulation ihrer Kennzahlen nicht direkt bekennen wollen.

Ein weiterer Grund zur Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen, welcher von mehreren Teilnehmern der Untersuchung genannt wurde, stellt die Bedienung von Mitarbeiteraktien- bzw. Optionsprogrammen dar. Grundsätzlich wurde für diese Erwerbsform der § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG prädestiniert. In der Praxis ist jedoch zu beobachten, dass auch beim Erwerb zur Mitarbeitervergütung grundsätzlich mit dem Rückkauf gemäß Nr. 8 gearbeitet wird. Da dort keine Beschränkungen bezüglich des Zweckes vorliegen, ist eine Anwendung praktikabel. Des Weiteren wurde von einem Unternehmen betont, dass Aktienrückkaufprogramme auf eine sehr hohe Akzeptanz der Aktionäre treffen. Dadurch wird die positive Wirkung im Rahmen der „Shareholder Value“-Orientierung bestätigt.

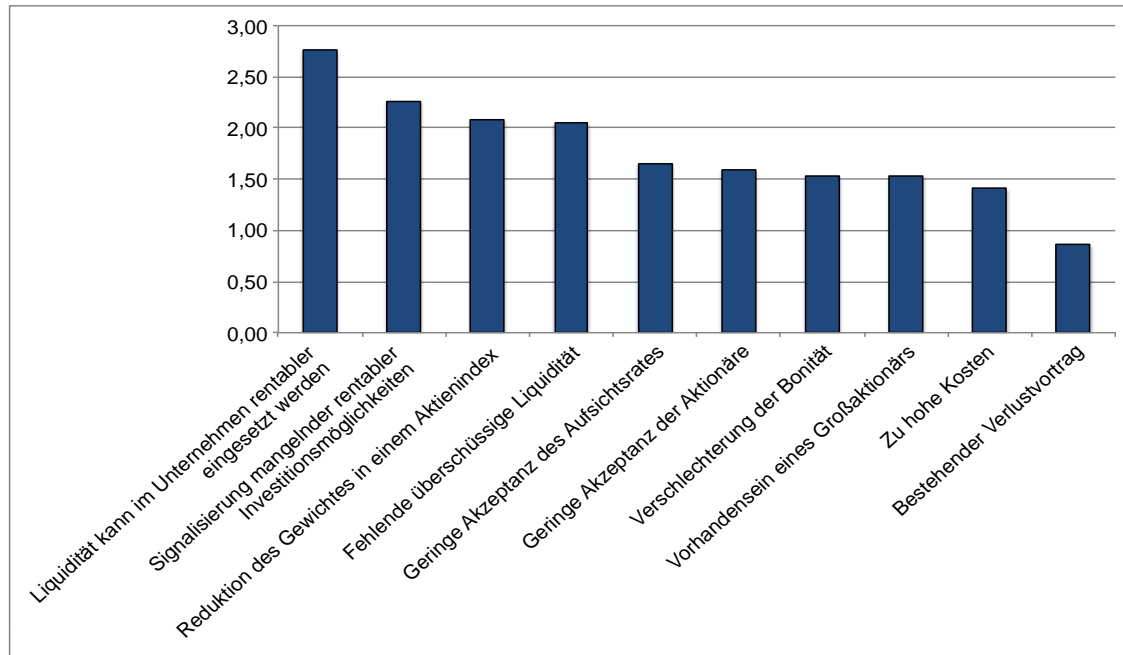
Gründe gegen einen Aktienrückkauf

In Abbildung 10 werden die Gründe betrachtet, die gegen eine Inanspruchnahme von Aktienrückkäufen sprechen. Erwartungsgemäß liegt der mit Abstand relevanteste Grund darin, dass die Liquidität im Unternehmen rentabler eingesetzt werden kann. Dies empfinden 76 Prozent der Unternehmen als eher bzw. sehr relevant. Den zweitwichtigsten Grund zur Unterlassung von Aktienrückkaufprogrammen stellt die Signalisierung mangelnder rentabler Investitionsmöglichkeiten dar. Dadurch wird ersichtlich, dass die Unternehmen eine negative Reaktion des Kapitalmarktes befürchten können. Interessant ist das Ergebnis, dass ein Viertel der Unternehmen eine mangelnde Akzeptanz der Aktionäre als Unterlassungsgrund anführt. Demnach scheinen nicht alle Aktionäre von dem Instrument des Aktienrückkaufes überzeugt zu sein. Des Weiteren wurde von mehreren Unternehmen angemerkt, dass eine Durchführung von Aktienrückkäufen nicht mehr möglich sei, da sich bereits zehn Prozent der eigenen Aktien im Besitz der Unternehmung befinden. Daraus kann geschlussfolgert werden, dass einige Unternehmen einer Lockerung bzw. Aufhebung der Zehn-Prozent-Schranke positiv gegenüberstehen.

¹⁴³ Es ist davon auszugehen, dass die Unternehmen keine positiven Auswirkungen in Bezug auf Aktienrückkäufe sehen bzw. eine Auseinandersetzung mit diesen nicht vollumfänglich stattfand.

¹⁴⁴ Beurteilung: Eher hohe bzw. sehr hohe Relevanz.

Abb. 10: Gründe gegen die Durchführung von Aktienrückkaufprogrammen, n = 58



Abschließend soll eine Gegenüberstellung der Relevanz der Motive für einen Rückkauf eigener Aktien mit vorherigen Studien durchgeführt werden. Dazu wurden die Studie vom Deutschen Aktieninstitut aus dem Jahr 1999, von Kellerhals und Rausch aus dem Jahr 2000 und von Schremper aus dem Jahr 2002 herangezogen sowie eine Erhebung des Statistik-Portals Statista aus dem Jahr 2010.¹⁴⁵ Aus Tabelle 7 wird ersichtlich, dass eine ungefähre Übereinstimmung mit früheren Ergebnissen zu verzeichnen ist.

Tab. 7: Relevanz der Rückkaufmotive in ausgewählten Studien¹⁴⁶

| Rückkaufmotiv | Deutsches Aktieninstitut | Kellerhals und Rausch | Schremper | Statista | vorliegende Studie |
|---|--------------------------|-----------------------|-----------|----------|--------------------|
| Signalisierung einer Unterbewertung | - | ↑ 63% | ↑ 81% | ↑ 60% | ↑ 48% |
| Ausschüttung überschüssiger Liquidität | ↓ 15% | ↓ 39% | ↓ 24% | ↓ 5% | ↑ 48% |
| Einsatz als Akquisitionswährung | ↑ 30% | ↑ 60% | - | ↑ 72% | ↑ 44% |
| Aktienkurspflege | - | ↑ 53% | ↑ 70% | - | ↑ 41% |
| Optimierung der Kapitalstruktur | ↑ 18% | ↑ 72% | ↓ 27% | ↓ 3% | ↑ 37% |
| Abwehr feindlicher Übernahmeversuche | ↓ 3% | ↓ 36% | ↓ 14% | - | ↓ 22% |
| Reduzierung der Shareholder Servicing Costs bzw. Einflussnahme auf den Aktionärskreis | ↓ 10% | ↓ 8% | ↓ 3% | - | ↓ 7% |
| Ausgabe von Belegschaftsaktien | ↓ 3% | - | ↓ 38% | ↓ 14% | - |
| Steuerliche Vorteile | - | - | ↓ 27% | - | - |
| Stichprobenumfang | 67 | 23 | 37 | k.A. | 54 |

Quelle: Eigene Darstellung.

¹⁴⁵ Vgl. Deutsches Aktieninstitut (1999), S. 9; Kellerhals und Rausch (2000), S. 224; Schremper (2002), S. 60 - 118 und Statista (2010), o.S.

¹⁴⁶ In den Studien von *Deutsches Aktieninstitut (1999)* und *Statista (2010)* bezieht sich die Angabe in Prozent auf den Anteil der Teilnehmer, der das entsprechende Motiv zum Rückkauf angab. Bei *Schremper (2002)* sowie der vorliegenden Studie handelt es sich um den Anteil der Teilnehmer, der dem Motiv eine (eher) hohe bzw. sehr hohe Relevanz beimaß. Bei *Kellerhals und Rausch (2000)* stellen die Angaben einen Score zwischen 0 und 100 dar. Die Ergebnisse sind somit lediglich in Relation zur jeweiligen Studie zu beurteilen.

TEIL D: FAZIT

In der Vergangenheit wurde der Rückkauf eigener Aktien aufgrund der einschneidenden Erfahrungen in der Geschichte größtenteils negativ beurteilt. Dies wurde deutlich, da die historische Entwicklung von Aktienrückkaufprogrammen geprägt ist von Verboten, Missbräuchen sowie unsachgemäßen Rechtsauslegungen. Allerdings gestaltet sich der Umgang mit dem Instrument des Aktienrückkaufes heute bewusster, denn aus den durchlebten Erfahrungen konnten neue Erkenntnisse gewonnen werden. Aus diesem Grund wurden die rechtlichen Rahmenbedingungen überarbeitet und verschärft, sodass die entscheidenden potenziellen Gefahren und Risiken für Gläubiger, Aktionäre sowie den gesamten Kapitalmarkt stark begrenzt wurden. Allerdings sollte die Einhaltung der rechtlichen Rahmenbedingungen und Beschränkungen stets überprüft werden, da das Missbrauchspotenzial von Aktienrückkäufen nicht geleugnet werden kann. Insbesondere die Wahl eines angemessenen Rückkaufpreises und die Einhaltung des Gleichbehandlungsgrundsatzes müssen sichergestellt werden. Aufgrund der hohen Relevanz des Rückkaufes über die Börse ist außerdem eine transparente Kommunikation der konkreten Handelsaktivitäten sicherzustellen. Allerdings ist die Begrenzung des Rückkaufvolumens auf zehn Prozent des Grundkapitals nur bedingt zum Schutz der Gläubiger und Aktionäre nötig. Durch das Festhalten an dieser Restriktion wird ersichtlich, dass der deutsche Markt noch immer Angst vor missbräuchlichen Einsätzen von Aktienrückkäufen hat. Stattdessen bietet die Begrenzung des Volumens auf frei verfügbare Mittel eine optimale Schutzfunktion, da sie den Erwerb eigener Aktien den übrigen Kapitalausschüttungsmaßnahmen gleichsetzt.

Neben dem Einfluss auf externe Interessengruppen kann sich der Rückkauf auch negativ auf die Unternehmung selbst auswirken. Deshalb sollten die möglichen Auswirkungen stets umfassend berücksichtigt und eine Abwägung von Kosten und Nutzen durchgeführt werden. Solange das Bewusstsein für die potenziellen Gefahren existiert, sollten diese auch gebannt werden können. Denn Aktienrückkäufe sind gleichzeitig mit vielen Chancen verbunden. Sie eröffnen zahlreiche finanzpolitische Möglichkeiten, welche den Handlungsspielraum der Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt erweitern. Insbesondere bei einer am „Shareholder Value“ interessierten Unternehmung darf die Möglichkeit des Gestaltungselementes des Aktienrückkaufes nicht mehr fehlen. Die Auswirkungen von Aktienrückkäufen hängen dabei stark von den Motiven des Rückkaufes sowie der anschließenden Verwendung der Aktien ab. Da der Kapitalmarkt Aktienrückkäufe in Bezug auf die Aktienkursentwicklung honorieren kann, existieren ökonomische Anreize, wie die Signalisierung einer Unterbewertung im Rahmen der Signaling-Theorie. Es sollte jedoch nicht außer Acht gelassen werden, dass sowohl die verschiedenen Gründe zur Durchführung als auch die Gründe zur Unterlassung eng miteinander verwoben sind. Beispielsweise kann die Signalisierung einer Unterbewertung eingesetzt werden, um ei-

ne Reduktion der Geschäftsrisiken zu kommunizieren. Gleichzeitig kann ein Aktienrückkauf durch eine Erhöhung des Verschuldungsgrades die Bonität verschlechtern und somit zu einer Steigerung der Geschäftsrisiken führen.

Es hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass der Durchführung von Aktienrückkäufen kurzfristig ausgelegte, auf zeitnahe Kurssteigerungen fixierte Absichten zugrunde liegen können. Das Management deutscher Unternehmen sollte deshalb stets auch die langfristige Entwicklung des Unternehmens nicht aus dem Blick verlieren und die Inanspruchnahme von eventuellen Aktienrückkaufprogrammen optimal darauf abstimmen. Das im Rahmen der Untersuchung festgestellte aktuelle, niedrige Niveau der Aktienrückkaufprogramme deutscher Unternehmen verdeutlicht, dass seit der Finanzmarktkrise ein bewussterer Umgang mit den Risiken stattfindet und eine Inanspruchnahme von Aktienrückkaufprogrammen kritischer beurteilt wird.

TEIL E: ANHANG

E.1 Gesetzliche Regelungen der §§ 71 bis 71e AktG

§ 71 AktG: Erwerb eigener Aktien (Stand: 01.09.2009)

(1) ¹Die Gesellschaft darf eigene Aktien nur erwerben,

1. wenn der Erwerb notwendig ist, um einen schweren, unmittelbar bevorstehenden Schaden von der Gesellschaft abzuwenden,
2. wenn die Aktien Personen, die im Arbeitsverhältnis zu der Gesellschaft oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen stehen oder standen, zum Erwerb angeboten werden sollen,
3. wenn der Erwerb geschieht, um Aktionäre nach § 305 Abs. 2, § 320b oder nach § 29 Abs. 1, § 125 Satz 1 in Verbindung mit § 29 Abs. 1, § 207 Abs. 1 Satz 1 des Umwandlungsgesetzes abzufinden,
4. wenn der Erwerb unentgeltlich geschieht oder ein Kreditinstitut mit dem Erwerb eine Einkaufskommission ausführt,
5. durch Gesamtrechtsnachfolge,
6. auf Grund eines Beschlusses der Hauptversammlung zur Einziehung nach den Vorschriften über die Herabsetzung des Grundkapitals,
7. ¹wenn sie ein Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut oder Finanzunternehmen ist, aufgrund eines Beschlusses der Hauptversammlung zum Zwecke des Wertpapierhandels. ²Der Beschluß muß bestimmen, daß der Handelsbestand der zu diesem Zweck zu erwerbenden Aktien fünf vom Hundert des Grundkapitals am Ende jeden Tages nicht übersteigen darf; er muß den niedrigsten und höchsten Gegenwert festlegen. ³Die Ermächtigung darf höchstens fünf Jahre gelten; oder
8. ¹aufgrund einer höchstens fünf Jahre geltenden Ermächtigung der Hauptversammlung, die den niedrigsten und höchsten Gegenwert sowie den Anteil am Grundkapital, der zehn vom Hundert nicht übersteigen darf, festlegt. ²Als Zweck ist der Handel in eigenen Aktien ausgeschlossen. ³§ 53a ist auf Erwerb und Veräußerung anzuwenden. ⁴Erwerb und Veräußerung über die Börse genügen dem. ⁵Eine andere Veräußerung kann die Hauptversammlung beschließen; § 186 Abs. 3, 4 und § 193 Abs. 2 Nr. 4 sind in diesem Fall entsprechend anzuwenden. ⁶Die Hauptversammlung kann den Vorstand ermächtigen, die eigenen Aktien ohne weiteren Hauptversammlungsbeschluß einzuziehen.

(2) ¹Auf die zu den Zwecken nach Absatz 1 Nr. 1 bis 3, 7 und 8 erworbenen Aktien dürfen zusammen mit anderen Aktien der Gesellschaft, welche die Gesellschaft be-

reits erworben hat und noch besitzt, nicht mehr als zehn vom Hundert des Grundkapitals entfallen. ²Dieser Erwerb ist ferner nur zulässig, wenn die Gesellschaft im Zeitpunkt des Erwerbs eine Rücklage in Höhe der Aufwendungen für den Erwerb bilden könnte, ohne das Grundkapital oder eine nach Gesetz oder Satzung zu bildende Rücklage zu mindern, die nicht zur Zahlung an die Aktionäre verwandt werden darf. ³In den Fällen des Absatzes 1 Nr. 1, 2, 4, 7 und 8 ist der Erwerb nur zulässig, wenn auf die Aktien der Ausgabebetrag voll geleistet ist.

(3) ¹In den Fällen des Absatzes 1 Nr. 1 und 8 hat der Vorstand die nächste Hauptversammlung über die Gründe und den Zweck des Erwerbs, über die Zahl der erworbenen Aktien und den auf sie entfallenden Betrag des Grundkapitals, über deren Anteil am Grundkapital sowie über den Gegenwert der Aktien zu unterrichten. ²Im Falle des Absatzes 1 Nr. 2 sind die Aktien innerhalb eines Jahres nach ihrem Erwerb an die Arbeitnehmer auszugeben.

(4) ¹Ein Verstoß gegen die Absätze 1 oder 2 macht den Erwerb eigener Aktien nicht unwirksam. ²Ein schuldrechtliches Geschäft über den Erwerb eigener Aktien ist jedoch nichtig, soweit der Erwerb gegen die Absätze 1 oder 2 verstößt.

§ 71a AktG: Umweggeschäfte (Stand: 29.05.2009)

(1) ¹Ein Rechtsgeschäft, das die Gewährung eines Vorschusses oder eines Darlehens oder die Leistung einer Sicherheit durch die Gesellschaft an einen anderen zum Zweck des Erwerbs von Aktien dieser Gesellschaft zum Gegenstand hat, ist nichtig. ²Dies gilt nicht für Rechtsgeschäfte im Rahmen der laufenden Geschäfte von Kreditinstituten oder Finanzdienstleistungsinstituten sowie für die Gewährung eines Vorschusses oder eines Darlehens oder für die Leistung einer Sicherheit zum Zweck des Erwerbs von Aktien durch Arbeitnehmer der Gesellschaft oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens; auch in diesen Fällen ist das Rechtsgeschäft jedoch nichtig, wenn die Gesellschaft im Zeitpunkt des Erwerbs eine Rücklage in Höhe der Aufwendungen für den Erwerb nicht bilden könnte, ohne das Grundkapital oder eine nach Gesetz oder Satzung zu bildende Rücklage zu mindern, die nicht zur Zahlung an die Aktionäre verwandt werden darf. ³Satz 1 gilt zudem nicht für Rechtsgeschäfte bei Bestehen eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags (§ 291).

(2) ¹Nichtig ist ferner ein Rechtsgeschäft zwischen der Gesellschaft und einem anderen, nach dem dieser berechtigt oder verpflichtet sein soll, Aktien der Gesellschaft für Rechnung der Gesellschaft oder eines abhängigen oder eines in ihrem Mehrheitsbesitz stehenden Unternehmens zu erwerben, soweit der Erwerb durch die Gesellschaft gegen § 71 Abs. 1 oder 2 verstoßen würde.

§ 71b AktG: Rechte aus eigenen Aktien (Stand: 01.07.1979)

¹Aus eigenen Aktien stehen der Gesellschaft keine Rechte zu.

§ 71c AktG: Veräußerung und Einziehung eigener Aktien (Stand: 01.04.1998)

(1) ¹Hat die Gesellschaft eigene Aktien unter Verstoß gegen § 71 Abs. 1 oder 2 erworben, so müssen sie innerhalb eines Jahres nach ihrem Erwerb veräußert werden.

(2) ¹Entfallen auf die Aktien, welche die Gesellschaft nach § 71 Abs. 1 in zulässiger Weise erworben hat und noch besitzt, mehr als zehn vom Hundert des Grundkapitals, so muß der Teil der Aktien, der diesen Satz übersteigt, innerhalb von drei Jahren nach dem Erwerb der Aktien veräußert werden.

(3) ¹Sind eigene Aktien innerhalb der in den Absätzen 1 und 2 vorgesehenen Fristen nicht veräußert worden, so sind sie nach § 237 einzuziehen.

§ 71d AktG: Erwerb eigener Aktien durch Dritte (Stand: 01.05.1998)

¹Ein im eigenen Namen, jedoch für Rechnung der Gesellschaft handelnder Dritter darf Aktien der Gesellschaft nur erwerben oder besitzen, soweit dies der Gesellschaft nach § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 5, 7 und 8 und Abs. 2 gestattet wäre. ²Gleiches gilt für den Erwerb oder den Besitz von Aktien der Gesellschaft durch ein abhängiges oder ein im Mehrheitsbesitz der Gesellschaft stehendes Unternehmen sowie für den Erwerb oder den Besitz durch einen Dritten, der im eigenen Namen, jedoch für Rechnung eines abhängigen oder eines im Mehrheitsbesitz der Gesellschaft stehenden Unternehmens handelt. ³Bei der Berechnung des Anteils am Grundkapital nach § 71 Abs. 2 Satz 1 und § 71c Abs. 2 gelten diese Aktien als Aktien der Gesellschaft. ⁴Im übrigen gelten § 71 Abs. 3 und 4, §§ 71a bis 71c sinngemäß. ⁵Der Dritte oder das Unternehmen hat der Gesellschaft auf ihr Verlangen das Eigentum an den Aktien zu verschaffen. ⁶Die Gesellschaft hat den Gegenwert der Aktien zu erstatten.

§ 71e AktG: Inpfandnahme eigener Aktien (Stand: 01.04.1998)

(1) ¹Dem Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 und 2, § 71d steht es gleich, wenn eigene Aktien als Pfand genommen werden. ²Jedoch darf ein Kreditinstitut oder Finanzdienstleistungsinstitut im Rahmen der laufenden Geschäfte eigene Aktien bis zu dem in § 71 Abs. 2 Satz 1 bestimmten Anteil am Grundkapital als Pfand nehmen. ³§ 71a gilt sinngemäß.

(2) ¹Ein Verstoß gegen Absatz 1 macht die Inpfandnahme eigener Aktien unwirksam, wenn auf sie der Ausgabebetrag noch nicht voll geleistet ist. ²Ein schuldrechtliches Geschäft über die Inpfandnahme eigener Aktien ist nichtig, soweit der Erwerb gegen Absatz 1 verstößt.

E.2 Rechenbeispiel Aktienrückkaufprogramme

Auswirkung auf den Aktienkurs

Es gelten folgende Annahmen: Anzahl Aktien = 10 Mio. Stk.

Nennwert = 1,00 €

Aktueller Börsenkurs = 25,00 €

Rückkaufvolumen = 1 Mio. € (10 % des gezeichneten Kapitals)

Gewinn = 20 Mio. €

Fall 1: Rückkaufkurs = aktueller Börsenkurs

$$\text{Anzahl rückerwerbbarer Aktien} = \frac{\text{Rückkaufvolumen}}{\text{Rückkaufkurs}} = \frac{1 \text{ Mio.€}}{25,00 \text{ €}} = \underline{40.000 \text{ Stk.}}$$

$$\begin{aligned} \text{Aktienkurs}_{\text{neu}} &= \frac{\text{aktueller Börsenkurs} \times \text{Anzahl Aktien} - \text{Rückkaufkurs} \times \text{Anzahl zurückgekaufter Aktien}}{\text{Anzahl Aktien} - \text{Anzahl zurückgekaufter Aktien}} \\ &= \frac{25,00 \text{ €} \times 1 \text{ Mio.Stk.} - 25,00 \text{ €} \times 40.000 \text{ Stk.}}{1 \text{ Mio.Stk.} - 40.000 \text{ Stk.}} = \underline{25,00 \text{ €}} \end{aligned}$$

Fall 2: Rückkaufkurs = 10 % über dem aktuellen Börsenkurs = 27,50 €

$$\text{Anzahl rückerwerbbarer Aktien} = \frac{1 \text{ Mio.€}}{27,50 \text{ €}} = \underline{36.363 \text{ Stk.}}$$

$$\text{Aktienkurs}_{\text{neu}} = \frac{25,00 \text{ €} \times 1 \text{ Mio.Stk.} - 27,50 \text{ €} \times 36.363 \text{ Stk.}}{1 \text{ Mio.Stk.} - 36.363 \text{ Stk.}} = \underline{24,91 \text{ €}}$$

→ Wenn der Rückkaufpreis höher als der aktuelle Börsenkurs ist (Fall 2), findet (rein rechnerisch) eine Verwässerung der Anteile statt (hier: ein Rückgang pro Aktie um 0,09 Euro).

Auswirkung auf den Gewinn pro Aktie

Ausgangssituation:

$$\text{Gewinn pro Aktie} = \frac{\text{Gewinn}}{\text{Anzahl Aktien}} = \frac{20 \text{ Mio.€}}{10 \text{ Mio. Aktien}} = \underline{2,000 \text{ €/Aktie}}$$

Nach Aktienrückkauf Fall 1:

$$\text{Gewinn pro Aktie} = \frac{20 \text{ Mio.€}}{9,96 \text{ Mio. Aktien}} = \underline{2,008 \text{ €/Aktie}}$$

Nach Aktienrückkauf Fall 2:

$$\text{Gewinn pro Aktie} = \frac{20 \text{ Mio.€}}{9.963.637 \text{ Aktien}} = \underline{2,007 \text{ €/Aktie}}$$

→ Im Zuge eines Aktienrückkaufprogrammes erhöht sich (rein rechnerisch) der Gewinn pro Aktie (hier: um ca. 0,01 Euro pro Aktie), sofern die Gewinnpotenziale durch den Rückkauf nicht geschmälert werden.

Ausgangssituation:

$$\text{KGV} = \frac{\text{Aktienkurs}}{\text{Gewinn pro Aktie}} = \frac{25 \text{ €}}{2 \text{ €/Aktie}} = \underline{12,5}$$

$$\text{Reziprokes KGV} = \frac{\text{Gewinn pro Aktie}}{\text{Aktienkurs}} = \frac{2 \text{ €/Aktie}}{25 \text{ €}} = \underline{0,08}$$

→ Solange die Refinanzierungs- bzw. Opportunitätskosten niedriger als das reziproke Kurs-Gewinn-Verhältnis vor dem Rückkauf sind (hier: 8 %), wirkt sich der Rückkauf gemäß *Nekat (2009)* positiv auf den Aktienkurs aus.

E.3 Daten der Sekundärforschung

Jährliches Volumen der Dividendenzahlungen

Tab. A-1: Jährliches Volumen der Dividendenzahlungen von 1999 bis 2003

| Unternehmen | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|---|-----------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|
| Adidas AG | 9,52 | 10,43 | 10,43 | 10,43 | 11,35 |
| Allianz SE | 244,91 | 272,25 | 329,31 | 357,01 | 586,14 |
| BASF SE | 343,94 | 343,94 | 399,21 | 399,21 | 408,38 |
| Bayer AG | 701,13 | 891,02 | 956,75 | 613,49 | 613,49 |
| Beiersdorf AG | 16,80 | 20,16 | 27,72 | 36,12 | 39,48 |
| BMW AG | 9,33 | 248,89 | 286,22 | 323,56 | 323,56 |
| Commerzbank AG | 2.134,40 | 2.213,28 | 2.627,75 | 1.295,07 | 325,32 |
| Continental AG | 50,61 | 64,77 | 70,66 | 0,00 | 59,19 |
| Daimler AG | 2.354,07 | 2.354,07 | 2.382,27 | 1.018,83 | 1.528,25 |
| Deutsche Bank AG | 600,19 | 614,34 | 696,66 | 702,37 | 657,50 |
| Deutsche Börse AG | 0,00 | 0,00 | 1,48 | 18,50 | 24,60 |
| Deutsche Lufthansa AG | 209,88 | 209,88 | 221,33 | 0,00 | 221,33 |
| Deutsche Post AG | 0,00 | 0,00 | 300,46 | 411,74 | 445,12 |
| Deutsche Telekom AG | 1.673,66 | 1.878,35 | 1.878,35 | 1.553,17 | 0,00 |
| E.ON SE | 181,01 | 211,18 | 343,48 | 366,76 | 401,36 |
| Fresenius SE & Co. KGaA | 0,90 | 1,08 | 1,29 | 3,00 | 3,36 |
| Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA | 14,00 | 16,10 | 18,20 | 19,60 | 21,70 |
| HeidelbergCement AG | 30,92 | 43,51 | 48,03 | 48,03 | 0,00 |
| Henkel KGaA | 22,52 | 25,11 | 30,31 | 30,31 | 30,31 |
| Infineon Technologies AG | 0,00 | 0,00 | 362,79 | 0,00 | 0,00 |
| K+S AG | 0,40 | 7,00 | 9,00 | 10,80 | 10,80 |
| LANXESS AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Linde AG | 9,08 | 128,80 | 128,80 | 128,80 | 128,80 |
| Merck KGaA | 36,45 | 37,80 | 40,05 | 41,85 | 44,10 |
| Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG | 153,95 | 159,26 | 210,57 | 212,61 | 223,33 |
| RWE AG | 473,01 | 473,01 | 528,66 | 531,00 | 523,41 |
| SAP AG | 7,93 | 7,93 | 25,62 | 44,09 | 47,24 |
| Siemens AG | 292,81 | 386,61 | 577,01 | 863,65 | 952,70 |
| ThyssenKrupp AG | 24,70 | 370,43 | 370,43 | 308,69 | 257,24 |
| Volkswagen AG | 237,06 | 237,06 | 371,18 | 403,86 | 413,17 |
| Summe | 9.833,17 | 11.226,26 | 13.254,03 | 9.752,56 | 8.301,24 |

Quelle: Thomson Reuters Datastream.

Tab. A-2: Jährliches Volumen der Dividendenzahlungen von 2004 bis 2008

| Unternehmen | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Adidas AG | 11,36 | 14,55 | 16,26 | 85,50 | 101,82 |
| Allianz SE | 577,08 | 675,11 | 812,08 | 1.706,67 | 2.475,83 |
| BASF SE | 389,65 | 455,05 | 508,12 | 752,33 | 922,38 |
| Bayer AG | 343,26 | 401,69 | 693,82 | 764,34 | 1.031,86 |
| Beiersdorf AG | 44,52 | 44,52 | 47,88 | 151,20 | 176,40 |
| BMW AG | 360,89 | 385,78 | 385,28 | 421,40 | 638,11 |
| Commerzbank AG | 0,00 | 891,89 | 1.957,30 | 2.944,11 | 3.923,29 |
| Continental AG | 67,71 | 104,27 | 141,49 | 284,32 | 313,72 |
| Daimler AG | 1.519,24 | 1.519,24 | 1.519,24 | 1.544,05 | 1.928,16 |
| Deutsche Bank AG | 756,41 | 799,47 | 1.123,24 | 1.820,94 | 2.069,06 |
| Deutsche Börse AG | 30,19 | 39,13 | 107,10 | 170,00 | 409,50 |
| Deutsche Lufthansa AG | 0,00 | 137,38 | 228,96 | 320,55 | 572,42 |
| Deutsche Post AG | 489,63 | 556,40 | 834,84 | 897,95 | 1.091,36 |
| Deutsche Telekom AG | 0,00 | 2.602,67 | 3.067,78 | 3.140,04 | 3.401,81 |
| E.ON SE | 463,64 | 539,76 | 636,64 | 775,04 | 913,79 |
| Fresenius SE & Co. KGaA | 3,63 | 4,09 | 6,84 | 24,50 | 28,63 |
| Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA | 23,80 | 25,90 | 39,66 | 45,66 | 158,10 |
| HeidelbergCement AG | 104,98 | 55,44 | 122,59 | 133,01 | 150,00 |
| Henkel KGaA | 32,91 | 35,51 | 37,24 | 41,57 | 132,50 |
| Infineon Technologies AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| K+S AG | 10,20 | 13,18 | 17,74 | 19,39 | 19,39 |
| LANXESS AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 21,16 | 83,20 |
| Linde AG | 128,80 | 142,00 | 167,81 | 241,20 | 282,79 |
| Merck KGaA | 39,11 | 39,96 | 43,05 | 58,13 | 77,54 |
| Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG | 286,98 | 459,16 | 711,70 | 1.033,11 | 1.135,22 |
| RWE AG | 654,26 | 785,11 | 910,72 | 1.826,68 | 1.643,49 |
| SAP AG | 63,08 | 85,32 | 113,92 | 583,07 | 623,02 |
| Siemens AG | 1.077,95 | 1.167,31 | 1.256,43 | 1.381,18 | 1.417,01 |
| ThyssenKrupp AG | 308,69 | 360,14 | 514,49 | 668,84 | 668,84 |
| Volkswagen AG | 333,10 | 333,10 | 319,44 | 355,86 | 513,69 |
| Summe | 8.121,08 | 12.673,11 | 16.341,67 | 22.211,79 | 26.902,94 |

Quelle: Thomson Reuters Datastream.

Tab. A-3: Jährliches Volumen der Dividendenzahlungen von 2009 bis 2013

| Unternehmen | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Adidas AG | 96,76 | 73,23 | 167,37 | 209,22 | 282,44 |
| Allianz SE | 1.585,68 | 1.860,99 | 2.045,25 | 2.048,85 | 2.051,78 |
| BASF SE | 1.800,10 | 1.561,41 | 2.020,65 | 2.296,20 | 2.388,05 |
| Bayer AG | 1.070,08 | 1.157,73 | 1.240,42 | 1.364,46 | 1.571,20 |
| Beiersdorf AG | 176,40 | 176,40 | 176,40 | 176,40 | 176,40 |
| BMW AG | 180,60 | 180,60 | 782,59 | 1.384,59 | 1.504,99 |
| Commerzbank AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Continental AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 300,01 | 450,01 |
| Daimler AG | 636,58 | 0,00 | 1.971,45 | 2.345,96 | 2.349,38 |
| Deutsche Bank AG | 266,97 | 440,81 | 659,95 | 659,95 | 723,85 |
| Deutsche Börse AG | 409,50 | 409,50 | 409,50 | 443,90 | 405,30 |
| Deutsche Lufthansa AG | 320,56 | 0,00 | 274,76 | 114,48 | 0,00 |
| Deutsche Post AG | 725,41 | 725,41 | 785,86 | 846,31 | 845,43 |
| Deutsche Telekom AG | 3.401,83 | 3.401,83 | 3.024,92 | 3.024,92 | 3.115,82 |
| E.ON SE | 3.001,50 | 3.001,50 | 2.001,00 | 2.201,10 | 2.201,10 |
| Fresenius SE & Co. KGaA | 32,46 | 34,84 | 110,30 | 122,55 | 158,52 |
| Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA | 170,48 | 180,75 | 193,91 | 207,18 | 227,19 |
| HeidelbergCement AG | 15,00 | 22,50 | 46,88 | 65,63 | 88,13 |
| Henkel KGaA | 132,50 | 132,50 | 181,86 | 202,64 | 241,61 |
| Infineon Technologies AG | 0,00 | 0,00 | 130,41 | 130,41 | 129,64 |
| K+S AG | 396,00 | 38,28 | 191,40 | 248,82 | 267,96 |
| LANXESS AG | 41,60 | 41,60 | 58,24 | 70,72 | 83,20 |
| Linde AG | 303,29 | 303,29 | 374,65 | 427,65 | 500,11 |
| Merck KGaA | 96,93 | 64,62 | 80,78 | 96,93 | 109,86 |
| Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG | 1.085,71 | 1.135,06 | 1.177,93 | 1.120,88 | 1.255,39 |
| RWE AG | 2.350,09 | 1.826,68 | 1.831,92 | 1.151,49 | 575,75 |
| SAP AG | 612,88 | 613,02 | 736,09 | 921,25 | 1.044,23 |
| Siemens AG | 1.417,01 | 2.395,21 | 2.660,33 | 2.660,33 | 2.643,00 |
| ThyssenKrupp AG | 668,84 | 231,52 | 231,52 | 0,00 | 0,00 |
| Volkswagen AG | 566,25 | 472,01 | 649,10 | 885,27 | 1.032,82 |
| Summe | 21.560,99 | 20.481,28 | 24.215,43 | 25.728,09 | 26.423,12 |

Quelle: Thomson Reuters Datastream.

Jährliches Volumen der Aktienrückkaufprogramme

Tab. A-4: Jährliches Volumen der Aktienrückkäufe von 1999 bis 2003

| Unternehmen | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Adidas AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Allianz SE | 0,00 | 0,00 | 247,21 | 0,00 | 0,73 |
| BASF SE | 255,72 | 699,75 | 1.299,32 | 499,85 | 499,75 |
| Bayer AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Beiersdorf AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| BMW AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Commerzbank AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Continental AG | 0,00 | 158,20 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Daimler AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Deutsche Bank AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 2.056,26 | 1.926,49 |
| Deutsche Börse AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Deutsche Lufthansa AG | 40,65 | 32,70 | 28,84 | 4,83 | 17,88 |
| Deutsche Post AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Deutsche Telekom AG | 13,30 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| E.ON SE | 0,00 | 925,12 | 4.479,80 | 9,90 | 0,00 |
| Fresenius SE & Co. KGaA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 8,91 |
| HeidelbergCement AG | 0,00 | 9,20 | 0,00 | 0,93 | 0,00 |
| Henkel KGaA | 0,00 | 63,00 | 57,00 | 51,27 | 0,00 |
| Infineon Technologies AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| K+S AG | 3,69 | 36,74 | 2,83 | 7,66 | 0,00 |
| LANXESS AG | - | - | - | - | - |
| Linde AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Merck KGaA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG | 0,00 | 0,00 | 53,27 | 9,72 | 13,98 |
| RWE AG | 940,00 | 365,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| SAP AG | 20,61 | 26,84 | 94,21 | 279,25 | 88,18 |
| Siemens AG | 0,00 | 998,99 | 513,98 | 167,40 | 127,27 |
| ThyssenKrupp AG | 0,00 | 0,00 | 14,00 | 0,00 | 406,11 |
| Volkswagen AG | 0,00 | 2.284,96 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Summe | 1,27 | 5,60 | 6,79 | 3,09 | 3,09 |

Quelle: Geschäftsberichte der jeweiligen Unternehmen.

Tab. A-5: Jährliches Volumen der Aktienrückkäufe von 2004 bis 2008

| Unternehmen | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Adidas AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 409,00 |
| Allianz SE | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| BASF SE | 725,73 | 1.434,73 | 938,38 | 1.899,08 | 1.617,96 |
| Bayer AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Beiersdorf AG | 955,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| BMW AG | 21,62 | 506,00 | 253,00 | 0,00 | 0,00 |
| Commerzbank AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 457,95 | 0,00 |
| Continental AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Daimler AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 3.480,00 | 2.717,00 |
| Deutsche Bank AG | 4.072,94 | 2.409,39 | 2.636,57 | 530,67 | 0,00 |
| Deutsche Börse AG | 4,60 | 726,30 | 389,80 | 395,00 | 380,50 |
| Deutsche Lufthansa AG | 4,25 | 12,45 | 16,34 | 15,56 | 35,72 |
| Deutsche Post AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Deutsche Telekom AG | 0,00 | 0,00 | 709,00 | 0,00 | 0,00 |
| E.ON SE | 12,30 | 23,46 | 0,00 | 3.500,00 | 2.951,00 |
| Fresenius SE & Co. KGaA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| HeidelbergCement AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Henkel KGaA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Infineon Technologies AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| K+S AG | 4,55 | 66,65 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| LANXESS AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 49,89 | 0,00 |
| Linde AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Merck KGaA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG | 0,79 | 1,40 | 250,01 | 1.992,60 | 942,00 |
| RWE AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 2.495,74 |
| SAP AG | 141,43 | 417,08 | 1.150,05 | 1.006,01 | 486,76 |
| Siemens AG | 105,98 | 219,26 | 421,33 | 100,60 | 4.335,38 |
| ThyssenKrupp AG | 0,00 | 0,00 | 696,88 | 0,00 | 879,51 |
| Volkswagen AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Summe | 6,05 | 5,82 | 7,46 | 13,43 | 17,25 |

Quelle: Geschäftsberichte der jeweiligen Unternehmen

Tab. A-6: Jährliches Volumen der Aktienrückkäufe von 2009 bis 2013

| Unternehmen | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Adidas AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Allianz SE | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 1,67 |
| BASF SE | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Bayer AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Beiersdorf AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| BMW AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Commerzbank AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Continental AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Daimler AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Deutsche Bank AG | 542,00 | 29,80 | 37,20 | 17,40 | 1.120,00 |
| Deutsche Börse AG | 0,00 | 0,00 | 111,70 | 198,20 | 1,20 |
| Deutsche Lufthansa AG | 27,08 | 7,99 | 24,51 | 1,21 | 3,36 |
| Deutsche Post AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Deutsche Telekom AG | 0,00 | 400,00 | 2,76 | 0,00 | 2,39 |
| E.ON SE | 0,00 | 22,27 | 20,81 | 0,00 | 0,00 |
| Fresenius SE & Co. KGaA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 385,00 |
| HeidelbergCement AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Henkel KGaA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Infineon Technologies AG | 0,00 | 0,00 | 26,00 | 20,00 | 38,00 |
| K+S AG | 0,00 | 0,00 | 13,82 | 0,00 | 0,00 |
| LANXESS AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Linde AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 4,88 | 0,00 |
| Merck KGaA | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG | 406,50 | 650,00 | 350,00 | 0,00 | 300,00 |
| RWE AG | 25,69 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| SAP AG | 0,00 | 220,00 | 246,00 | 53,00 | 0,00 |
| Siemens AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 2.918,95 | 1.348,15 |
| ThyssenKrupp AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Volkswagen AG | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Summe | 1,00 | 1,33 | 0,83 | 3,21 | 3,20 |

Quelle: Geschäftsberichte der jeweiligen Unternehmen.

E.4 Online-Fragebogen

Abb. A-1: Online-Fragebogen Startseite



Kurzumfrage zum Thema Aktienrückkaufprogramme

 **Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena**
Hochschule für angewandte Wissenschaften

7%

Kurzumfrage zum Thema Aktienrückkaufprogramme

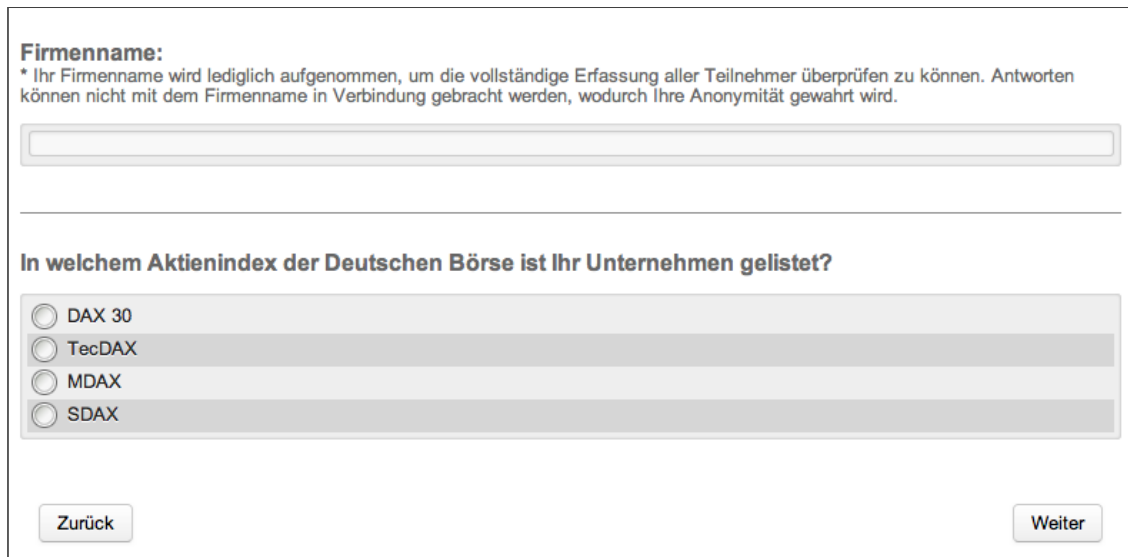
Sehr geehrter Teilnehmer,

ich danke Ihnen im Voraus, dass Sie sich die Zeit nehmen an dieser Umfrage mitzuwirken. Die Umfrage wird im Rahmen einer Studie des Fachbereiches Betriebswirtschaft an der Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena durchgeführt. Die Beantwortung wird maximal 5 Minuten in Anspruch nehmen. Falls Sie Fragen zur Beantwortung haben, können Sie mich per E-Mail unter Elisabeth.Ude@stud.fh-jena.de oder telefonisch unter 0151 40750214 kontaktieren.

Mit freundlichen Grüßen,
Elisabeth Ude

Weiter

Abb. A-2: Online-Fragebogen Firmenname und Aktienindex



Firmenname:
* Ihr Firmenname wird lediglich aufgenommen, um die vollständige Erfassung aller Teilnehmer überprüfen zu können. Antworten können nicht mit dem Firmenname in Verbindung gebracht werden, wodurch Ihre Anonymität gewahrt wird.

In welchem Aktienindex der Deutschen Börse ist Ihr Unternehmen gelistet?

DAX 30

TecDAX

MDAX

SDAX

Zurück Weiter

Abb. A-3: Online-Fragebogen Ermächtigung im Untersuchungszeitraum

Lag innerhalb der letzten 5 Jahre (im Zeitraum 2009 bis 2013) mindestens eine Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Aktien ohne gesetzliche Zweckvorgabe gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG vor?

Ja, die aktuellste Ermächtigung fand vor dem 01. September 2009 statt und war demnach 18 Monate gültig.

Ja, die aktuellste Ermächtigung fand nach bzw. am 01. September 2009 statt und ist demnach 5 Jahre gültig.

Nein.

Zurück Weiter

Abb. A-4: Online-Fragebogen Erneute Ermächtigung

Plant ihr Unternehmen nach Ablauf der aktuellen Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Aktien ohne gesetzliche Zweckvorgabe gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG eine erneute Ermächtigung anzufordern?

Ja.

Nein.

Es wurde diesbezüglich noch keine Entscheidung getroffen.

Zurück Weiter

Abb. A-5: Online-Fragebogen Erneute Ermächtigung nach Ablauf

Plant ihr Unternehmen zukünftig eine (erneute) Ermächtigung der Hauptversammlung zum Rückkauf eigener Aktien ohne gesetzliche Zweckvorgabe gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG anzufordern?

Ja, im Rahmen der nächsten Hauptversammlung.

Ja, innerhalb der nächsten Jahre.

Nein.

Es wurde diesbezüglich noch keine Entscheidung getroffen.

Zurück Weiter

Abb. A-6: Online-Fragebogen Umfang Aktienrückkäufe

In welchem Umfang wurden Aktienrückkäufe ohne gesetzliche Zweckvorgabe gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG in den letzten 5 Jahren (im Zeitraum 2009 bis 2013) durchgeführt?
* Hier ist ihre subjektive Einschätzung gefragt, wobei Sie das Rückkaufvolumen in Relation zu Ihrer Unternehmensgröße betrachten sollten.

| | | | | |
|-----|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| | sehr geringer Umfang | eher geringer Umfang | eher hoher Umfang | sehr hoher Umfang |
| nie | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

Abb. A-7: Online-Fragebogen Erwerbsformen

Welche Erwerbsformen wurden für die Aktienrückkäufe gewählt?
* Mehrfachnennungen möglich.

- Rückkauf über die Börse
- Festpreisangebot
- Preisspannenangebot (Holländisches Auktionsverfahren)
- Ausgabe übertragbarer Verkaufsoptionen
- Rückkauf von einzelnen Aktionären/Paketerwerb

Abb. A-8: Online-Fragebogen Auswirkungen auf den Aktienkurs

Wie reagierte der Aktienkurs tendenziell auf die von Ihrem Unternehmen durchgeführten Aktienrückkäufe?

Positiv, der Aktienkurs stieg.

Negativ, der Aktienkurs sank.

Es konnten keine Änderungen des Aktienkurses vermerkt werden, die auf den Rückkauf zurückzuführen sind.

Keine Ahnung.

Haben sich diesbezüglich Ihre Erwartungen erfüllt?

Ja.

Nein.

Wir hatten diesbezüglich keine Erwartungen.

Kommentar:

Abb. A-9: Online-Fragebogen Gründe für Aktienrückkauf

Welche Gründe sprechen aus Ihrer Sicht für einen Aktienrückkauf?

| | keine Relevanz | sehr geringe Relevanz | eher geringe Relevanz | eher hohe Relevanz | sehr hohe Relevanz |
|---|-----------------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| Verbesserung von Unternehmenskennzahlen | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Reduzierung der Shareholder Servicing Costs | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Abwehr feindlicher Übernahmeversuche | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Notierung an einer ausländischen Börse | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Positive Auswirkung auf den Aktienkurs | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Einsatz als Akquisitionswährung | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Optimierung der Kapitalstruktur | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Ausschüttung überschüssiger Liquidität | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Signalisierung einer Unterbewertung | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Reduzierung von Agency Costs | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Aktienkurspflege | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

Weitere Gründe:

Abb. A-10: Online-Fragebogen Gründe gegen Aktienrückkauf

Welche Gründe sprechen aus Ihrer Sicht gegen einen Aktienrückkauf?

| | keine Relevanz | sehr geringe Relevanz | eher geringe Relevanz | eher hohe Relevanz | sehr hohe Relevanz |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| Verschlechterung der Bonität | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Vorhandensein eines Großaktionärs | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Zu hohe Kosten | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Liquidität kann im Unternehmen rentabler eingesetzt werden | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Fehlende überschüssige Liquidität | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Geringe Akzeptanz des Aufsichtsrates | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Signalisierung mangelnder rentabler Investitionsmöglichkeiten | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Geringe Akzeptanz der Aktionäre | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Verlust der Zugehörigkeit bzw. Reduktion des Gewichtes in einem Aktienindex | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| Bestehender Verlustvortrag | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

Weitere Gründe:

Abb. A-11: Online-Fragebogen Zukünftige Aktienrückkäufe

Plant ihr Unternehmen zukünftig (weitere) Aktienrückkäufe durchzuführen?

Ja, dieses Jahr.
 Ja, innerhalb der nächsten Jahre.
 Nein.
 Es wurde diesbezüglich noch keine Entscheidung getroffen.

Zurück Weiter

E.5 Ergebnisse des Online-Fragebogens

Abb. A-12: „Erneute Ermächtigung nach Ablauf geplant?“, n = 46

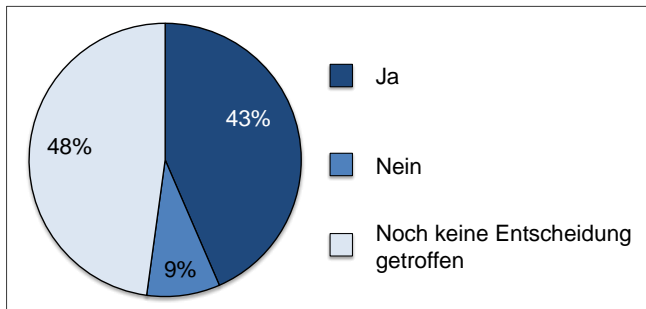


Abb. A-13: Erwerbsmethoden, Mehrfachnennungen möglich, n = 26

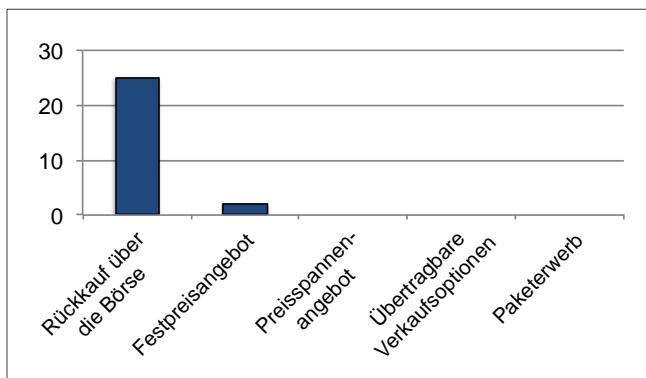
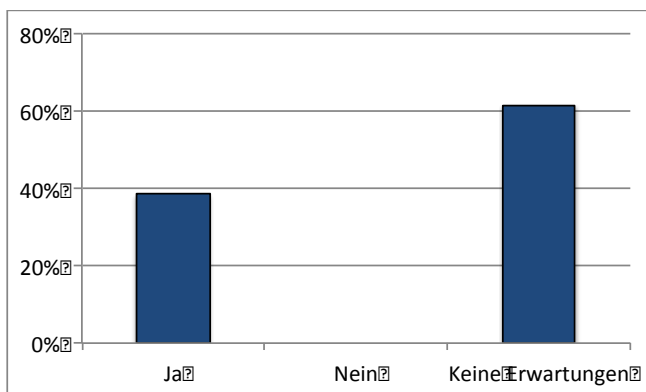


Abb. A-14: „Wurden die Erwartungen in Bezug auf die Auswirkung auf den Aktienkurs erfüllt?“, n = 26



Gründe für einen Aktienrückkauf

Abb. A-15: Abwehr feindlicher Übernahmeversuche, n = 54

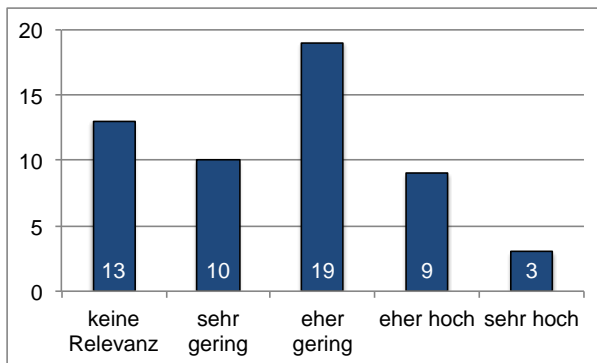


Abb. A-16: Aktienkurspflege, n = 54

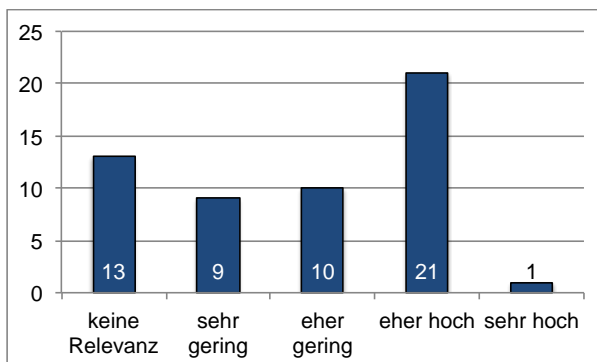


Abb. A-17: Ausschüttung überschüssiger Liquidität, n = 54

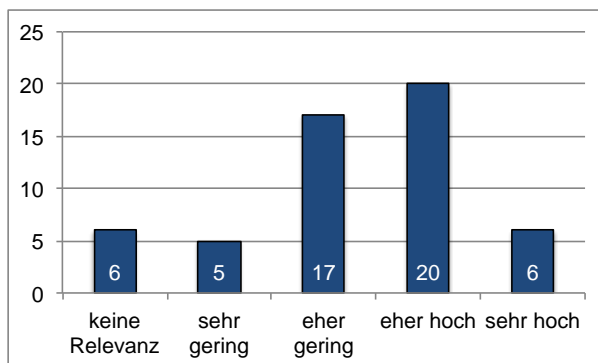


Abb. A-18: Einsatz als Akquisitionswährung, n = 54

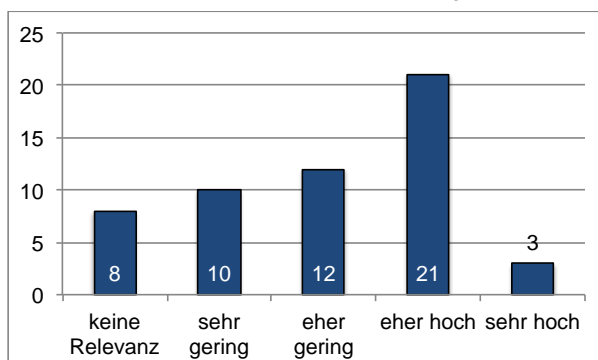


Abb. A-19: Notierung an einer ausländischen Börse, n = 54

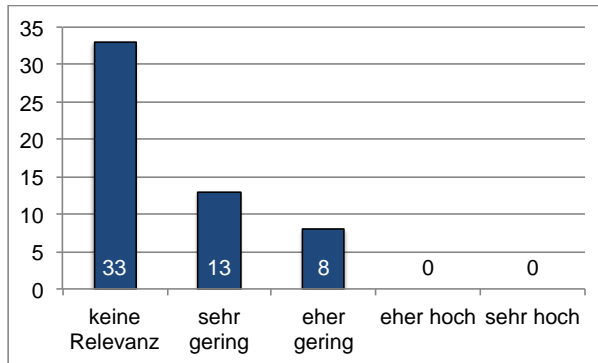


Abb. A-20: Optimierung der Kapitalstruktur, n = 54

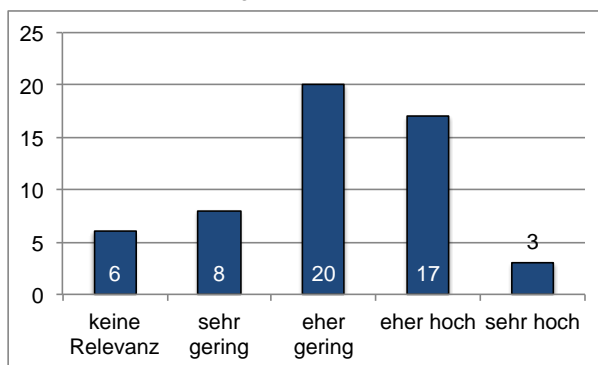


Abb. A-21: Positive Auswirkung auf den Aktienkurs, n = 54

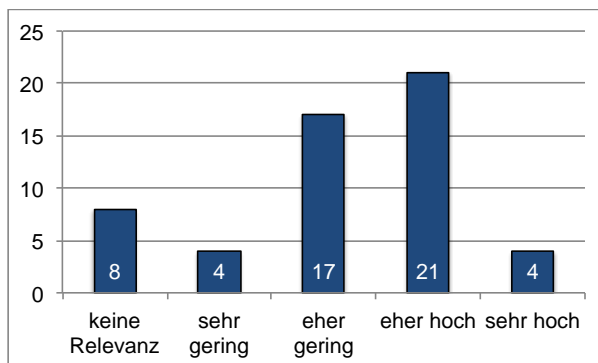


Abb. A-22: Reduzierung von Agency Costs, n = 54

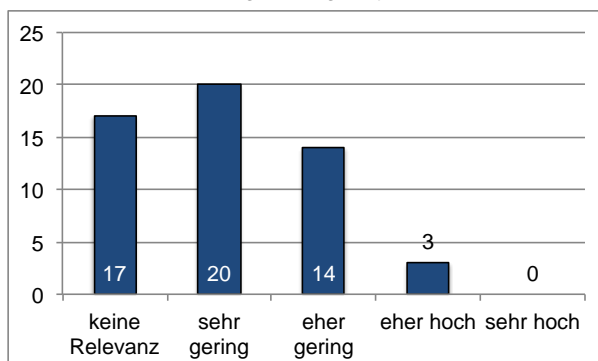


Abb. A-23: Signalisierung einer Unterbewertung, n = 54

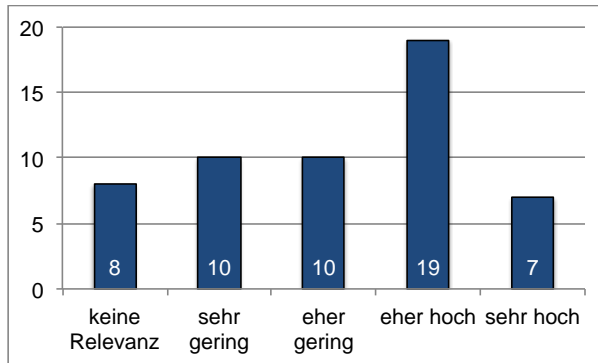


Abb. A-24: Reduzierung der Shareholder Servicing Costs, n = 54

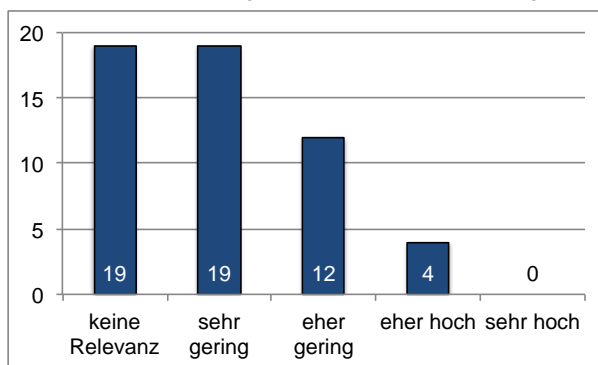
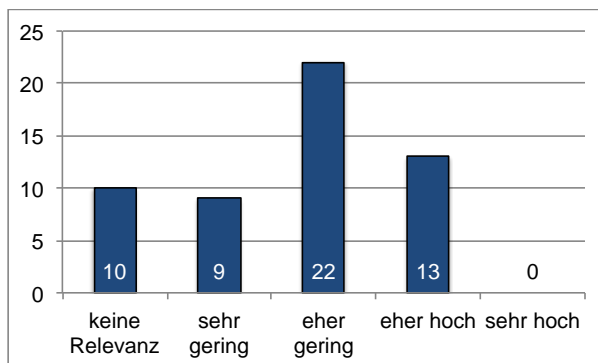


Abb. A-25: Verbesserung von Unternehmenskennzahlen, n = 54



Gründe gegen einen Aktienrückkauf

Abb. A-26: Bestehender Verlustvortrag, n = 58

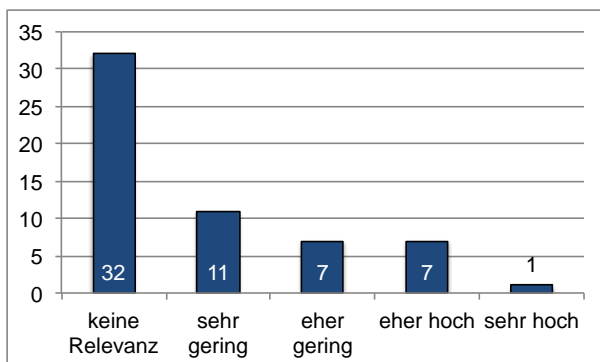


Abb. A-27: Fehlende überschüssige Liquidität, n = 58

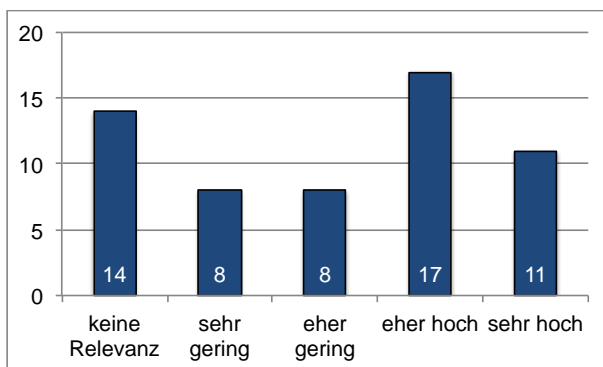


Abb. A-28: Geringe Akzeptanz der Aktionäre, n = 58

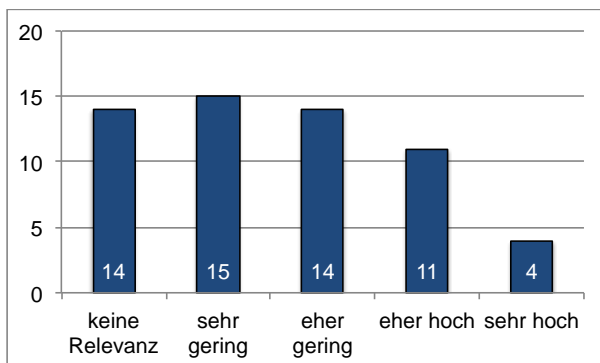


Abb. A-29: Geringe Akzeptanz des Aufsichtsrates, n = 58

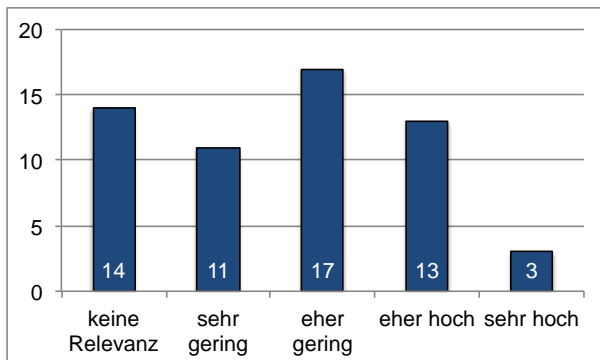


Abb. A-30: Liquidität kann rentabler eingesetzt werden, n = 58

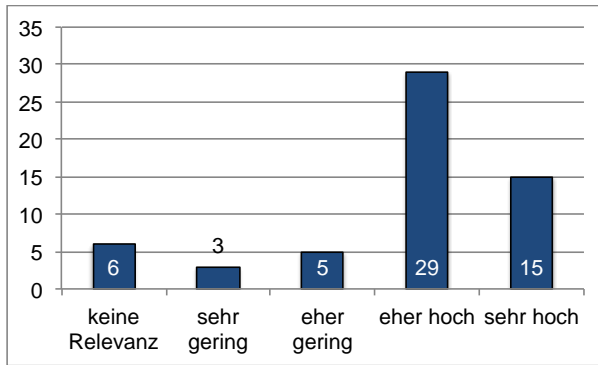


Abb. A-31: Signalisierung mangelnder rentabler Investitionsmöglichkeiten, n = 58

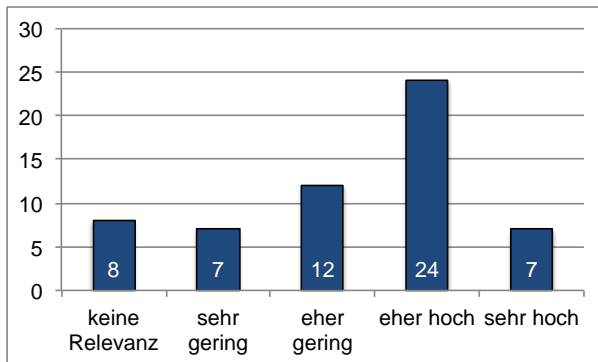


Abb. A-32: Verlust der Zugehörigkeit bzw. Reduktion des Gewichtes in einem Aktienindex, n = 58

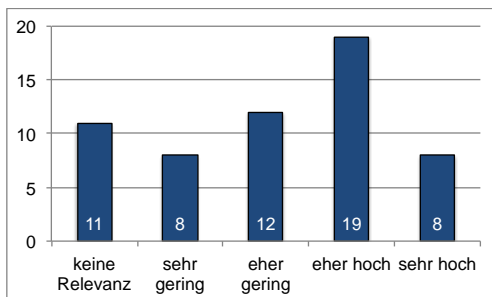


Abb. A-33: Verschlechterung der Bonität, n = 58

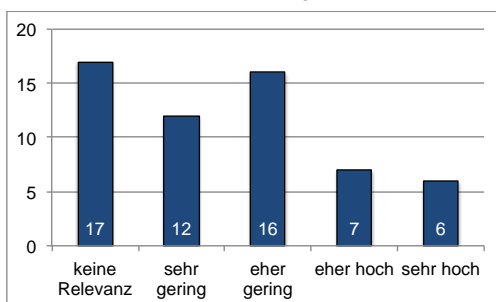


Abb. A-34: Vorhandensein eines Großaktionärs, n = 58

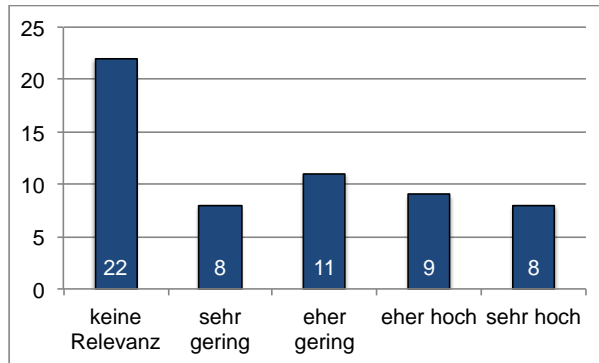
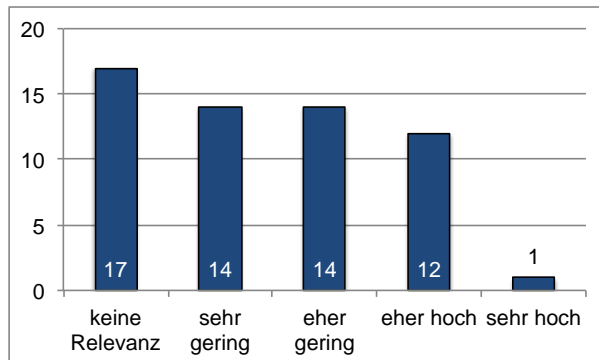


Abb. A-35: Zu hohe Kosten, n = 58



E.6 Literaturverzeichnis

Printquellen

Arnold, Michael (2013): „Erwerb und Wiederveräußerung eigener Aktien“; in: „Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt; hrsg. von Habersack, Mathias; Köln: Schmidt

Bayer, Walter; Hoffmann, Thomas; und Weinmann, Dirk (2007): „Kapitalmarktreaktionen bei Ankündigung des Rückerwerbs eigener Aktien über die Börse“, *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, Band 36, 08/2007, S. 457 - 479

Benckendorff, Andreas (1998): „Erwerb eigener Aktien im deutschen und US-amerikanischen Recht“, Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft

Bertheim, Curt (1933): „Erwerb eigener Aktien“, Wertheim am Main: Bechstein

Bezenberger, Tilman (2002): „Erwerb eigener Aktien durch die AG“, Köln: Schmidt

Bösch, Martin (2013): *Finanzwirtschaft*, Franz Vahlen München.

Boguslawska, Magdalena (2010): „Das Verbot des Handels in eigenen Aktien und seine Ausnahmen“, Frankfurt am Main: Lang

Deutsches Aktieninstitut (Hrsg.) (1999): „Der Erwerb eigener Aktien in Deutschland: Ergebnisse einer Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts zum Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft; Fragestellung, Methodik, Ergebnisse“, Frankfurt am Main: DAI

Dieck, Felix van (2006): „Rückerwerb eigener Aktien: Ökonomische und rechtliche Analyse für Deutschland“, Saarbrücken: VDM

Eckert, Jan (2013): „Der Erwerb eigener Aktien auf dem Prüfstand der Rechtstatsachenforschung“, Jena: Jenaer Wissenschaftliche Verlagsgesellschaft

Falk, Sebastian (2013): „Die bilanzielle und ertragsteuerliche Behandlung eigener Anteile nach dem BilMoG“, Berlin: LIT

Gerke, Wolfgang; Fleischer, Jörg; und Langer, Martin (2003): „Kurseffekte durch Aktienrückkäufe – eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt“; in: „Bewertung von Unternehmen: Strategie – Markt – Risiko“; hrsg. von: Börsig, Clemens; und Coenenberg, Adolf; Stuttgart: Schäffer-Poeschel

Holthausen, Robert W.; Leftwich, Richard W.; und Mayers, David (1987): „The effect of large block transactions on security prices: A Cross-Sectional Analysis“, *Journal of Financial Economics*, Band 19, 12/1987, S. 237 – 267

Jaeger, Michael (2003): „Aktienrückerwerb bei asymmetrischer Informationsverteilung“, Frankfurt am Main: Lang

- Johannsen-Roth, Tim (2001): „Der Erwerb eigener Aktien: Regelungsprobleme im Spannungsfeld gesellschaftsrechtlicher Normbefehle und kapitalmarktrechtlich implizierter Verhaltensanforderungen“, Köln: Dissertation Universität zu Köln
- Kitanoff, Alexander (2009): „Der Erwerb eigener Aktien: Aktienrückkäufe und Interessen der Gläubiger, Aktionäre und des Kapitalmarkts“, Frankfurt am Main: Lang
- Kellerhals, B. Philipp; und Rausch, Elmar (2000): „Die Liberalisierung von Aktienrückkäufen: Bundesdeutsche Erfahrungen“, *Die Aktiengesellschaft*, Band 45, 05/2000, S. 222 - 225
- Koch, Raphael (2006): „Die Auswirkungen des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes auf den Erwerb eigener Aktien“, Berlin: Duncker & Humblot
- Kopp, Hans Joachim (1996): „Erwerb eigener Aktien – Ökonomische Analyse vor dem Hintergrund von Unternehmensverfassung und Informationseffizienz des Kapitalmarktes“, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, Gabler
- Last, Jens (2006): „Der Erwerb eigener Aktien als Ausschüttungsinstrument“, Berlin: Berliner Wissenschafts-Verlag
- Maier, Gerhard (1998): „Der große Bluff“, *Die Zeit*, 07.05.1998, S. 36
- Mikkelson und Partch (1985): „Stock price effects and costs of secondary distributions“, *Journal of Financial Economics*, Band 14, 06/1985, S. 165 - 194
- Möller, Mirko (2005): „Rückerwerb eigener Aktien: der Rückerwerb eigener Aktien ohne positive gesetzliche Zweckvorgabe“, Köln: RWS-Verlag Kommunikationsforum
- Nekat, Kai (2009): „Ausgewählte Aspekte des Rückkaufs eigener Aktien in Deutschland: Eine modelltheoretische Analyse von Aktienrückkäufen bei preiselastischer Marktnachfrage“, Frankfurt: Lang
- Pellens, Bernhard; und Schremper, Ralf (2000): „Theorie und Praxis des Aktienrückkaufs in den USA und in Deutschland“, *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Band 52, 02/2000, S. 132 - 156
- Pertlwieser, Markus (2006): „Der Erwerb eigener Aktien in Deutschland: eine ganzheitliche Kapitalmarktuntersuchung deutscher Aktienrückkaufprogramme und ein Konzept zur praktischen Implementierung“, Frankfurt am Main: Lang
- Pluta, Jörg (1996): „Der Rückkauf eigener Aktien: die Sicht der Investoren“, Vortrag auf einer DAI-Veranstaltung vom 08.11.1996, S. 13
- Schremper, Ralf (2002): „Aktienrückkauf und Kapitalmarkt: eine theoretische und empirische Analyse deutscher Aktienrückkaufprogramme“, Frankfurt am Main: Lang
- Seifert, Udo (2006): „Aktienrückkäufe in Deutschland: Renditeeffekte und tatsächliche Volumina“, Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag

Wilke, Svenja (2000): „Aktienrückkauf ist oft nur Kurskosmetik“, *Handelsblatt*, 10.05.2000, S. 30

Onlinequellen

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Hrsg.) (2005): „Emittentenleitfaden der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht“, URL:

http://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2005.pdf;jsessionid=6F5B169E2C6806E21E28FD5787676A1F.1_cid372?__blob=publicationFile&v=11, Zugriff: 18.04.2014

Bundesministerium für Finanzen (Hrsg.) (1998): „Erwerb eigener Aktien durch Aktiengesellschaften“, URL:

http://www.google.de/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CDAQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.einzelhandel.de%2Findex.php%2Fthemeninhalte%2Fsteuern%2Fstellungnahmenzugeseztesvorhabenundbmf-schreiben%2Farchiv2011%2Fitem%2Fdownload%2F3682_fe54f44acf2addff7b37b4fe7e56a9e6.html&ei=ZuB0U4v1GsnU4QTwh4BY&usg=AFQjCNFeTiikqIBBz4C2z4swQ6chUS3cyg&bvm=bv.66917471,d.bGE, Zugriff: 15.05.2014

Bundesministerium für Finanzen (Hrsg.) (2013): „Steuerrechtliche Behandlung des Erwerbs eigener Anteile“, URL:

http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/BMF_Schreiben/Steuerarten/Koerperschaftsteuer_Umwandlungsteuer/2013-11-27-steuerrechtliche-behandlung-des-erwerbs-eigener-anteile.pdf?__blob=publicationFile&v=1, Zugriff: 15.05.2014

Deutsche Börse (Hrsg.) (2013): „Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse“, URL:

<https://www.rwe.com/web/cms/mediablob/de/195144/data/113836/7/rwe/investor-relations/aktie/aktionuersstruktur/Leitfaden-zu-den-Aktienindizes-der-Deutschen-Boerse.pdf>, Zugriff: 10.04.2014

Deutsche Post AG (Hrsg.) (2014): „Geschäftsbericht 2013“, URL:

http://www.dpdhl.com/content/dam/Investoren/Veranstaltungen/Reporting/2014/DPDHL_Geschaeftsbericht_2013.pdf, Zugriff: 21.06.2014

Deutscher Bundestag (Hrsg.) (1998): „Entwurf eines Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG): Begründung“, URL:

<http://dipbt.bundestag.de/doc/btd/13/097/1309712.pdf>, Zugriff am 14.04.2014

Deutscher Bundestag (Hrsg.) (2008): „Entwurf eines Gesetzes zur Modernisierung des Bilanzrechts“, URL: <http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/16/100/1610067.pdf>, Zugriff: 09.06.2014

- Eidam, Steffen (2013): „Analysten heiß auf Adidas“, URL:
<http://www.deraktionaeer.de/aktie/adidas-aktie-jetzt-geht-es-los-65220.htm>, Zugriff:
13.06.2014
- E.ON SE (Hrsg.) (2009): „Unternehmensbericht 2008“, URL:
http://www.eon.com/content/dam/eon-com/de/downloads/u/Unternehmensbericht_E.ON2008_DE.pdf, Zugriff: 11.06.2014
- Faz.net (Hrsg.) (2009): „Das Ende der Aktienrückkauf-Programme“, URL:
<http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/finanzkrise-das-ende-der-aktienrueckkauf-programme-1919851.html>, Zugriff: 09.06.2014
- Gabler Wirtschaftslexikon (Hrsg.) (2014): „Aktie“, URL:
<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Definition/aktie.html>, Zugriff: 24.05.2014
- Grundlehner, Werner (2013): „Wenn Unternehmen die eigene Firma kaufen“, URL:
http://www.nzz.ch/finanzen/aktien/uebersicht_aktien/wenn-unternehmen-die-eigene-firma-kaufen-1.18202239, Zugriff: 19.06.2014
- Haase, Bernd (2008): „Der Kampf gegen Pirelli“, URL:
<http://www.haz.de/Nachrichten/Wirtschaft/Themen/Conti-Schaeffler/Der-Kampf-gegen-Pirelli>, Zugriff: 07.06.2014
- Hackhausen, Jörg (2012): „Vorsicht, es gibt Geschenke!“, URL:
<http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anlagestrategie/dividenden-und-aktienrueckkaeufe-vorsicht-es-gibt-geschenke/7482170.html>, Zugriff: 19.06.2014
- Nowak, Eric und Gropp, Alexandra (2000): „Ist der Ablauf der Lock-up-Frist bei Neuemissionen ein kursrelevantes Ereignis? Eine empirische Analyse von Unternehmen des Neuen Marktes“, URL:
<http://www.google.de/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCgQFJA A&url=http%3A%2F%2Fpublikationen.ub.uni-frankfurt.de%2Ffiles%2F3642%2F580.pdf&ei=j12tU57HJsmt0QX8voHACA&usg=AFQjCN G1vrrSSKBvY74f5YILUAtbclUmkg&bvm=bv.69837884,d.d2k>, Zugriff: 27.06.2014
- Pellens, Bernhard; und Schmidt, André (2014): „Verhalten und Präferenzen deutscher Aktionäre: Eine Befragung von privaten und institutionellen Anlegern zum Informationsverhalten, zur Dividendenpräferenz und zur Wahrnehmung von Stimmrechten“, URL:
https://www.dpdhl.com/content/dam/Investoren/Publikationen/Weitere_Publikationen/DPDHL_DAI_Studie_12022014.pdf, Zugriff: 14.05.2014
- Podlech, Nils (2012): „Dividenden und Aktienrückkäufe unter der Abgeltungssteuer“, URL:
<http://www.econstor.eu/bitstream/10419/75273/1/Dividenden%20und%20Aktienrueckkaeufe%20unter%20der%20Abgeltungssteuer.pdf>, Zugriff: 14.05.2014

Siemens AG (Hrsg.) (2007): „Geschäftsbericht 2007: Antworten auf wichtige Fragen unserer Zeit zu Industrie, Umwelt und Energie sowie Gesundheit.“, URL: http://www.siemens.com/investor/pool/de/investor_relations/finanzpublikationen/geschaf tsbericht/gb2007/d07_00_gb2007.pdf, Zugriff: 04.06.2014

Siemens AG (Hrsg.) (2012): „Vertrauen verbindet uns – Geschäftsbericht 2012“, URL: http://www.siemens.com/annual/12/de/download/pdf/Siemens_GB_2012.pdf, Zugriff: 05.06.2014

Siemens AG (Hrsg.) (2013): „Jahresabschluss der Siemens AG zum 30. September 2013“, URL: http://www.siemens.com/investor/pool/de/investor_relations/jahresabschluss_siemens_ag_2013.pdf, Zugriff: 05.06.2014

Sommer, Ulf (2011): „Keine Geschenke für deutsche Anleger“, URL: <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anlagestrategie/aktienrueckkaeufe-keine-geschenke-fuer-deutsche-anleger/4675494.html>, Zugriff: 19.06.2014

Statista (Hrsg.) (2010): „Gründe für Aktienrückkäufe in Deutschland im Jahr 2010“, URL: <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/166147/umfrage/gruende-fuer-aktienrueckkaeufe-in-deutschland/>, Zugriff: 02.06.2014

Steltzner, Holger (2009): „Wie die Lemminge“, URL: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/aktienrueckkauf-wie-die-lemminge-1919419.html>, Zugriff: 19.06.2014

Stocker, Frank (2001): „Frühjahrsputz per Aktienrückkauf“, URL: <http://www.welt.de/print-wams/article612134/Fruehjahrsputz-per-Aktienrueckkauf.html>, Zugriff: 26.06.2014

ThyssenKrupp AG (Hrsg.) (2004): „Geschäftsbericht 2003_2004“, URL: http://www.thyssenkrupp.com/documents/pdf-gb-2004-de/DE_GB03I04.pdf, Zugriff: 22.04.2014

Wayne, L. (1984): "A Look at New Corporate Tactics", *The New York Times*, o.S.; zitiert nach: Asquith, Paul; und Mullins, David W. (2010): „Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues“, URL: https://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/sozialoekonomie/bwl/bassen/Lehre/International_Finance_/Assignments/1986_Asquith_and_Mullins__Jr..pdf, Zugriff: 23.06.2014

Sonstige Quellen

AktG: Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (Hrsg.) (2013): „Aktienengesetz“, URL: <http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>, Zugriff: 10.04. - 03.07.2014

Geschäftsberichte: neben den unter Onlinequellen explizit genannten, die Geschäftsberichte der deutschen Unternehmen, die durch das Aktiengesetz geregelt werden und zum 31. Dezember 2013 im DAX 30, TecDAX, MDAX oder SDAX notiert waren, von 1999 bis 2013

HGB: Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (Hrsg.) (2013): „Handelsgesetzbuch“, URL: <http://www.gesetze-im-internet.de/hgb/>, Zugriff: 10.04. - 03.07.2014

Thomson Reuters Datastream: Datentypen DPS (Höhe der Dividende pro Aktie), PYD (Tag der Dividendenzahlung), NOSH (tägliche Aktienanzahl), ECSLDP047 (Share Buyback) sowie ECSLDP048 (Share Buyback Amount) vom 1. Januar 1999 bis 31. Dezember 2013 für alle Unternehmen, die am 31. Dezember 2013 im DAX 30 notiert waren

WpHG: Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (Hrsg.) (2013): „Gesetz über den Wertpapierhandel“, URL: <http://www.gesetze-im-internet.de/wphg/>, Zugriff: 10.04. - 03.07.2014

Wirtschaftswissenschaftliche Schriften

Jahrgang 2014

Ude, E., 2013, Aktienrückkaufprogramme in Deutschland, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2014, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Hochschule Jena

Jahrgang 2013

Mattheis, J., 2013, Die Ermittlung der Eigenkapitalkosten für kapitalmarktorientierte Unternehmen vor dem Hintergrund der Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 5/2013, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Dollinger, J.P., 2013, Die Wirkung von Subventionen auf die Investitionstätigkeit dargestellt am Beispiel der Solarbranche, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 4/2013, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Misch, J., 2013, Analyse der Anwendung alternativer Finanzierungsformen für nicht kapitalmarktorientierte Unternehmen im Zeitraum von 2002 bis heute, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 3/2013, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Hussini, S. J., Finke, W. F., 2013, Workshop Proceedings, Sept. 15-17, 2012 Kabul/Afghanistan – Creating Awareness for the Use of OpenSource Systems in the Public Sector in Afghanistan, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 2/2013, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Fröhlich, J., 2013, Erarbeitung eines Konzeptes zur Einführung bzw. Umsetzung eines Betrieblichen Gesundheitsmanagements in die unternehmerische Praxis auf der Grundlage von Erfolgsfaktoren des „Thüringer Netzwerkes Betriebliches Gesundheitsmanagement“, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2013, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Jahrgang 2012

Albrecht, S., Bark, B., Beyer, C., Blossey, B., Bösnecker, P., Brandt, T., Buerke, G., Chen, L., Domnik, M., Gätcke, J., Schleicher, St., Schultheiß, S., 2012, Auszubildende im Handwerk – Eine empirische Studie in der Region Jena, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 4/2012, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Ernst, D., Stoetzer, M.-W., 2012, Beschäftigungseffekte von Innovationen auf Unternehmensebene: Ein Überblick theoretischer und empirischer Befunde, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 3/2012, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Rauschenbach, M., 2012, Strategisches IP-Management im Unternehmen unter Berücksichtigung rechtlicher Rahmenbedingungen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 2/2012, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Buerke, G., 2012, Ausgewählte Aspekte zu Corporate Social Responsibility bei deutschen Großunternehmen und Nachhaltigkeit bei produzierenden KMU in Sachsen und Thüringen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2012, Fachbereich Betriebswirtschaft, Ernst-Abbe-Fachhochschule Jena

Jahrgang 2011

Geyer H., 2011, Besonderheiten bei der Finanzierung von Wohnungsgesellschaften – unter besonderer Beachtung der Risiken aus Zinsänderungen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 2/2011, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Lehmann, M.-Ch., 2011, Demografischer Wandel – Identifikation von personalwirtschaftlichen Handlungsfeldern auf Basis einer Altersstrukturanalyse am Praxisbeispiel Commerz Real AG, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2011, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Jahrgang 2010

Döring, S., 2010, Zusammen flexibel ist man weniger allein? Eine empirische Analyse der neuen Arbeitsform Coworking als Möglichkeit der Wissensgenerierung, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2010, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Jahrgang 2009

Pfeil, S., 2009, Kritische Darstellung der theoretischen Grundlagen zum Bildungscontrolling bei verhaltensorientierten Personalentwicklungsmaßnahmen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 2/2009, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Krähmer, Ch., Stoetzer, W.-M., 2009, Die Nachfrageeffekte der Hochschulen in Jena - Eine Regionalökonomische Analyse der Einkommens- und Beschäftigungswirkungen, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2009, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena

Jahrgang 2008

Dietmann, C., 2008, Kann denn Siegen Sünde sein? Die Ökonomik des Dopings am Beispiel des Radsports, Wirtschaftswissenschaftliche Schriften Heft 1/2008, Fachbereich Betriebswirtschaft, Fachhochschule Jena