

Zeppelin University

Department Corporate Management & Economics

ZF Friedrichshafen-Lehrstuhl für Unternehmensführung &
Personalmanagement

Prof. Dr. Christian Opitz

Bachelorarbeit

Analyse des Aktienrückkaufs durch Unternehmen aus ökonomischer Perspektive

Bearbeitet von: Dominik Alvermann aus Stuttgart

Immatrikulationsnummer: 05200619

Studiengang: Corporate Management & Economics (B.A.)

Semester: Spring Semester 2008

Erstbetreuer: Prof. Dr. rer. pol. Christian Opitz

Zweitgutachter: Dipl. oec. Tim Göbel

Abgabedatum: 18. April 2008

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-----------|
| 1. Einleitung | 1 |
| 1.1 Fragestellung..... | 2 |
| 1.2 Struktur und Methode..... | 2 |
| 2. Theoretische Grundlagen | 4 |
| 2.1 Die Basisannahmen der ökonomischen Theorien..... | 4 |
| 2.2 Die Trennung von Entscheidung und Kontrolle..... | 5 |
| 2.3 Grundzüge der Principal-Agent-Theorie..... | 7 |
| 2.3.1 Probleme des Principal-Agent-Verhältnisses..... | 8 |
| 2.3.2 Mechanismen zur Stabilisierung der Agency-Beziehung..... | 10 |
| 2.4 Externe Disziplinierung der Manager..... | 12 |
| 3. Motive und Formen des Aktienrückkaufs | 13 |
| 3.1 Der Aktienrückkauf..... | 13 |
| 3.1.1 Geschichte des Aktienrückkaufs in Deutschland..... | 14 |
| 3.1.2 Historische Entwicklung in den USA..... | 15 |
| 3.1.3 Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland..... | 17 |
| 3.1.4 Rückkaufverfahren im Rahmen von Aktienrückkäufen..... | 19 |
| 3.2 Aktienrückkauf als Signal der Unterbewertung..... | 22 |
| 3.2.1 Ausgangsannahmen zum Signalling..... | 23 |
| 3.2.2 Funktionsweise und Glaubhaftigkeit des Signallings..... | 24 |
| 3.2.3 Neuere Forschungsergebnisse zur Signalling-Hypothese..... | 26 |
| 3.2.4 Der deutsche Kapitalmarkt..... | 28 |
| 3.3 Aktienrückkauf zum Liquiditätsabbau..... | 29 |
| 3.3.1 Warum Gewinnausschüttung? Das grundlegende Anlegerkalkül..... | 30 |
| 3.3.2 Die Free Cash-Flow-Hypothese..... | 31 |
| 3.3.3 Die Substitutionshypothese: Rückkäufe statt Dividenden..... | 33 |
| 3.4 Aktienrückkauf und Aktienoptionsprogramme..... | 34 |
| 3.4.1 Der Einfluss von Mitarbeiteroptionen auf die Rückkaufentscheidung..... | 35 |
| 3.4.2 Die Finanzierung von Aktienoptionsprogrammen..... | 37 |
| 3.5 Aktienrückkauf als M&A-Instrument..... | 39 |
| 3.5.1 Eigene Aktien als Akquisitionswährung..... | 40 |
| 3.5.2 Aktienrückkauf als präventive Übernahmeabwehr..... | 41 |

| | |
|---|-----------|
| 3.5.3 <i>Greenmail als operative Übernahmeabwehr</i> | 43 |
| 3.6 Aktienrückkauf zur Kapitalstrukturgestaltung..... | 45 |
| 3.6.1 <i>Aktienrückkauf zur Veränderung des Fremdkapitalanteils</i> | 45 |
| 3.6.2 <i>Aktienrückkauf zur Erhöhung des EPS</i> | 46 |
| 3.7 Weitere Gründe für Aktienrückkäufe | 47 |
| 4. Diskussion der Ergebnisse | 48 |
| 4.1 Zusammenfassung der Motive | 49 |
| 4.2 Chancen des Aktienrückkaufs | 49 |
| 4.3 Risiken des Aktienrückkaufs..... | 51 |
| 4.4 Die Situation auf dem deutschen Kapitalmarkt..... | 52 |
| 5. Fazit | 53 |
| Anhang | 54 |
| Übersicht der Motive in Kapitel 3.2-3.6..... | 54 |
| Literaturverzeichnis | 56 |

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|---------|---|
| AG | Aktiengesellschaft |
| AktG | Aktiengesetz |
| CFO | Chief Financial Officer |
| EK | Eigenkapital |
| EPS | Earnings per Share |
| FK | Fremdkapital |
| HGB | Handelsgesetzbuch |
| HV | Hauptversammlung |
| KonTraG | Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich |
| LTI | Long-Term Incentives |
| SARs | Stock Appreciation Rights, Wertsteigerungsrechte |
| WACC | Weighted Average Cost of Capital |

1. Einleitung

Auf dem Finanzmarkt und in den Medien werden momentan zwei Debatten geführt, die auf zentrale Bereiche der Unternehmenspolitik unmittelbaren Einfluss haben. Zum einen wird das Managerverhalten vor dem Hintergrund diskutiert, dass die Öffentlichkeit eine sich öffnende Schere zwischen Arm und Reich wahrnimmt, und nach mehr Moral, Kontrolle und Sanktionierung von Fehlverhalten ruft. Telekomprozess, Steuerschlupflöcher und Managergehälter sind hierbei zu medialen Schlagworten geworden, die einen Vertrauensverlust der Gesellschaft gegenüber dem Berufsstand des Managers verdeutlichen. Zum anderen wird sowohl durch die rapide Dynamisierung der Kapitalmärkte als auch durch die globale Finanzmarktkrise deutlich, dass Unternehmen sich ungeahnten finanzierungspolitischen Herausforderungen gegenüber gestellt sehen.

Starkes Wachstum der Aktienmärkte in den 1980er-Jahren zog viel Kapital an, das in Wertpapiere investiert wurde. So, wie dieses Geld aber zunehmend gebunden wurde, mussten über kurz oder lang auch Möglichkeiten geschaffen werden, es wieder freizusetzen. Hierfür ist der Aktienrückkauf bzw. der Erwerb eigener Aktien das zentrale Instrument.¹ Zwar waren Aktienrückkäufe schon seit längerem erlaubt, jedoch gewannen sie erst seit Anfang der 1980er-Jahre an ökonomischer Relevanz. In den enormen Veränderungen, die die Ausschüttungspolitik von Aktiengesellschaften in den letzten 30 Jahren erlebt hat, spielen sie eine wichtige Rolle.² In Deutschland stehen Aktienrückkäufe durch eine Liberalisierung der Gesetze seit 1998 wieder bei den meisten Hauptversammlungen auf der Tagesordnung. Die Daimler AG hat beispielsweise einen Hauptversammlungsbeschluss zum Aktienrückkauf aus dem Jahr 2007 in den vergangenen Monaten umgesetzt und bis Anfang April 2008 eigene Aktien mit einem Gegenwert in Höhe von €6,2 Mrd. erworben und eingezogen.³

¹ Vgl. Bezenberger (2002), S. 1.

² Vgl. Skinner (2008), S. 582.

³ Vgl. Daimler AG (2008a).

1.1 Fragestellung

Die Motive und Triebfedern hinter Aktienrückkäufen sind in der Wissenschaft wie in der Praxis ein gleichsam hoch relevantes wie hoch umstrittenes und noch unzureichend erforschtes Thema. In den USA hat sich seit dem neuerlichen Aufkommen von Aktienrückkäufen eine lebhafte finanz- und unternehmenswissenschaftliche Debatte darüber entwickelt, welche Begründungen und welche Auswirkungen dieses Instrument hat. Fokus dieser theoretischen und empirischen Arbeiten sind die Kurswirkungen von Rückkäufen, die Rückkaufmotive sowie die Rückkaufmethoden. Ihr Erkenntnisgrad ist in 30 Jahren Forschung weit fortgeschritten, doch ist das Thema weiterhin ein Dauerbrenner, da immer neue Studien manchmal auch widersprüchliche Ergebnisse produzieren, was kein einheitliches Bild über den wissenschaftlichen Hintergrund von Aktienrückkäufen zulässt. Über die Situation auf dem deutschen Kapitalmarkt gibt es bisher kaum umfassende oder strukturierte Erkenntnisse. Die meisten Studien können nicht halten, was ihre Titel versprechen. Zwar gibt es erste empirische Ansätze, beispielsweise bei Gerke/Fleischer/Langer (2001), Schremper (2002) oder Pertlwieser (2006), die die amerikanischen Erkenntnisse für den deutschen Markt überprüfen, doch können auch deren Autoren noch kein abschließendes Urteil über den Aktienrückkauf und seine Motive fällen.

Die vorliegende Arbeit stellt einen Versuch dar, die unterschiedlichen in der Literatur identifizierten Motive zu strukturieren und einheitlich unter dem Gesichtspunkt des Principal-Agent-Verhältnisses zwischen Aktionären und Managern darzustellen. Besonders die jeweilige Motivation des Managements, einen Aktienrückkauf durchzuführen, und die darin verborgenen Auswirkungen auf die Aktionäre, werden dafür herausgearbeitet.

1.2 Struktur und Methode

Nach einer Einführung wird im zweiten Teil der Arbeit die theoretische Grundlage für das Verhältnis von Aktionären und Managern auf Basis der Agency-Theorie gelegt. Im dritten Teil wird zuerst eine Einführung in die Thematik des Aktienrückkaufs mit für die Analyse relevanten Grundlagen gegeben. Neben der historischen Entwicklung und der rechtlichen Situation werden hier auch die

Rückkaufverfahren kurz umrissen. Im Folgenden werden die einzelnen Motive, sortiert nach ihrer durchschnittlichen theoretischen und empirischen Relevanz, dargestellt. Da der Aktienrückkauf jedoch eine Mischung aus Ausschüttungs-, Finanzierungs-, Kapitalstruktur- und Vergütungspolitik eines Unternehmens ist, sind Verflechtungen der einzelnen Motive unvermeidbar. Auch in den empirischen Studien, die abwechselnd das Motiv, die Kurswirkung oder das Rückkaufverfahren als zentrale Variable analysieren, sind die Motive nicht klar voneinander abgegrenzt bzw. jeweils unterschiedlich umrissen. Der Hauptteil der vorliegenden Arbeit besteht somit aus einem Versuch, diese Motive in Hauptgruppen zu teilen, sodass ein Überblick über die relevanten Triebkräfte des Aktienrückkaufs möglich wird. Hierfür werden die Motive aus einer generellen theoretischen Sicht, die sich hauptsächlich aus den US-amerikanischen Finanzwissenschaften speist, ohne Rücksicht auf länderspezifische Unterschiede diskutiert und anschließend mit den bestehenden empirischen Beobachtungen aus den USA und Deutschland verglichen. Im abschließenden vierten Teil der Arbeit werden die Ergebnisse diskutiert und mögliche Implikationen für die deutsche Unternehmenspraxis abgeleitet.

Prinzipiell bemüht sich der Autor, den deutschen Wortschatz auszunutzen, auch wenn englische Begriffe variabel umgangssprachlich verwendet werden. Falls diese eine spezifische Bedeutung haben, und der deutsche Begriff vielfältig interpretiert werden könnte, so wird der englische Begriff in Klammern angefügt. Feststehende englische Begriffe im Deutschen wie z.B. „Principal-Agent“ werden nicht übersetzt.

2. Theoretische Grundlagen

Ausgehend vom neoinstitutionalistischen Grundmodell der Ökonomie werden in der vorliegenden Arbeit die Motive von Aktienrückkäufen durch Unternehmen analysiert werden. Dafür scheint eine kurze theoretische Einführung in die zugrunde liegenden Annahmen und Figuren, die in der Analyse der Beziehung und Interaktion von Managern und Aktionären benötigt werden, sinnvoll. Auch wenn die Neue Institutionenökonomik keine einheitliche Theorie darstellt, sondern sich grob in die drei Richtungen Property-Rights-Theorie, Principal-Agent-Theorie und Transaktionskostenökonomik teilen lässt, so liegen ihr doch dieselben Ansätze zum menschlichen Verhalten zugrunde. In einer Analyse der Entscheidungen menschlicher Akteure im Unternehmen und in dessen Umwelt greifen alle drei Ansätze fast vollständig auf die gleichen Grundannahmen zurück.⁴

Die Property-Rights-Theorie beschreibt Institutionen⁵, welche den Umgang mit Handlungs- und Verfügungsrechten im Zusammenspiel von Recht und Ökonomie zwischen wirtschaftlichen Akteuren erklären. Die Transaktionskostentheorie stellt im Gegensatz dazu nicht die Verfügungsrechte über Ressourcen in den Betrachtungsvordergrund, sondern die konkrete Interaktion in allgemeinen Transaktionen zwischen den individuellen ökonomischen Akteuren, und speziell die Kosten dieser Transaktionen. Die Principal-Agent-Theorie beschreibt spezifische Transaktionen in der Beziehung zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer, die sich gegenseitig beeinflussen, und ist daher für die Analyse des Austauschprozesses zwischen Aktionären und Managern besonders gut geeignet.⁶

2.1 Die Basisannahmen der ökonomischen Theorien

Um die Handlungen des Managements, insbesondere dessen einer Aktiengesellschaft, auf Basis der Principal-Agent-Theorie zu verstehen, sollten folgende

⁴ Vgl. Picot/Dietl/Franck (2005), S. 31ff, S. 45ff.

⁵ Institutionen sind, abstrakt formuliert, „...sozial sanktionierbare Erwartungen, die sich auf die Handlungs- und Verhaltensweisen eines oder mehrerer Individuen beziehen...“, Picot/Dietl/Franck (2005), S. 45.

⁶ Vgl. Picot/Dietl/Franck (2005), S. 46, 56f, 72.

Grundannahmen aller ökonomischer Organisationstheorien beachtet werden: Kleinste Untersuchungseinheit ist immer der einzelne Mensch, welcher handelt (Methodologischer Individualismus), und aus dessen Handlungen und Entscheidungen sich Institutionen bilden können. Die zweite zentrale Grundannahme ist die der individuellen Nutzenmaximierung. Die Ziele, die ein Individuum verfolgt, können sehr unterschiedlicher Art sein, je nachdem wie die individuellen Präferenzen geordnet sind. Jedoch wird ein Mensch sich stets so verhalten, dass er seinen Nutzen auf Basis seiner persönlichen Ziele optimiert. Individuelle Nutzenmaximierung wird, wenn man die Beobachterperspektive ändert, durch Opportunismus ergänzt, wobei sich opportunistisch verhaltende Akteure auch Schäden anderer hinnehmen, um ihren eigenen Nutzen zu maximieren. Die dritte Annahme, dass die Wissens- und Informationsverarbeitungskapazitäten des Menschen begrenzt sind, führt zu der Erkenntnis, dass Entscheidungen nur aus Sicht des Individuums optimal sein können, dies jedoch aus einer objektiv-rationalen Perspektive wiederum nicht sein müssen. Darin unterscheidet sich der neoinstitutionalistische Ansatz der Principal-Agent-Theorie auch von neoklassischen Ansätzen, die vom Gegenteil, nämlich der vollständigen Information des Individuums, ausgehen.⁷ Für das Verständnis der Manager und Aktionäre und ihrer Interaktion, speziell bei der Entscheidung über einen Aktienrückkauf, werden diese drei Annahmen allgemein zugrunde gelegt.

2.2 Die Trennung von Entscheidung und Kontrolle

Mit dem Aufkommen und der Durchsetzung modernerer Formen der wirtschaftlichen Organisation im 19. und 20. Jahrhundert hat sich der klassische Unternehmer in großen Unternehmen mehr und mehr durch den Aktionär ersetzen lassen müssen. Die Trennung zwischen Entscheidungskompetenz und Risikoträgerschaft ist sowohl in Unternehmen als auch in sonstigen Organisationen zum führenden Erfolgsmodell geworden.⁸ Nichtsdestotrotz sind Entrepreneure, die sich für ihren eigenen Erfolg auch wirtschaftlich verantwortlich zeigen, nicht vollkommen verschwunden. Ihre vergleichende Betrachtung liefert enorm berei-

⁷ Vgl. Picot/Dietl/Franck (2005), S. 31f.

⁸ Vgl. Fama/Jensen (1983), S. 301f sowie grundlegender Berle/Means (1932)

chernde Erkenntnisse für die generelle Analyse der Aktiengesellschaft, der heute dominanten Rechts- und Organisationsform großer Unternehmen weltweit.⁹ Hauptgrund für die Verdrängung des Unternehmers als Entscheidungsträger und die Durchsetzung des Managers ist der Nutzen, der in einer sich ständig ausdifferenzierenden modernen Welt durch die Verfügbarkeit spezifischer Informationen gezogen werden kann. Anstatt alle Entscheidungen von einer Person fällen zu lassen, was schon rein organisatorisch in einem großen Unternehmen fast der Unmöglichkeit gleichkommt, treffen diejenigen Entscheidungen, die über relevantes spezifisches Wissen verfügen.¹⁰

Die Beziehung zwischen Aktionären und Management in der Aktiengesellschaft stellt die grundlegendste und am besten erforschte Principal-Agent-Beziehung in der Wissenschaft dar. Berle und Means (1932), die im damals bahnbrechenden Werk „The Modern Corporation and Private Property“ die Aktiengesellschaft auf dem Weg dahin sehen, den Staat als die dominierende Organisationsform der Gesellschaft abzulösen, umreißen das zentrale zugrunde liegende Problem:

„It is traditional that a corporation should be run for the benefit of its owners, the stockholders, and that to them should go any profits which are distributed. We know, however, that a controlling group may hold the power to divert profits into their own pockets.“¹¹

Unter der Annahme, dass die Trennung von Entscheidung und Kontrolle oder Verantwortung und Eigentum eine effiziente Organisation von Wirtschaftsprozessen ermöglicht, sehen Jensen und Meckling (1976) in ihrem grundlegenden Aufsatz zur Principal-Agent-Theorie die Agency-Problematik als Kernfrage der Aktiengesellschaft:

“Since the relationship between the stockholders and manager of a corporation fit the definition of a pure agency relationship it should be no surprise to discover that the issues associated with the 'separation of ownership and control' in the modern

⁹ Von einer genaueren Analyse der unterschiedlichen Theorien der Unternehmung sei an dieser Stelle abgesehen

¹⁰ Vgl. Fama/Jensen (1983), S. 322. Für eine detailliertere Analyse der Vorteilhaftigkeit der Trennung von Entscheidung und Eigentum, der hauptsächlichen Triebfeder der Aktiengesellschaft, siehe grundlegend Berle/Means (1932), Jensen/Meckling (1976) sowie Fama/Jensen (1983).

¹¹ Berle/Means (1932), S. 293. Zu ihren Zukunftsprognosen für AG und Staat: S. 309f.

diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency.”¹²

Die Agency-Theorie beschreibt Probleme, die in der Interaktion zweier oder mehrerer Parteien auftreten, die jeweils unterschiedliche Ziele verfolgen und sich die Arbeit teilen. Da die oben beschriebenen Annahmen der individuellen Nutzenmaximierung, des Opportunismus und der begrenzten Rationalität gelten, wird speziell der Fall einer Arbeitsteilung zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer über die Analyse des Vertrags zwischen den beiden Parteien treffend beschrieben:

“We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal.”¹³

Nach Eisenhardt (1989) trennt sich die Agency-Theorie in die positivistische Richtung der Wissenschaft, die sich mit der Untersuchung von Vertragsalternativen zwischen Principal und Agent beschäftigt, und in die Principal-Agent-Theorie, die sich mit der Frage beschäftigt, welcher Vertrag unter Einfluss der Faktoren unterschiedlicher Information, Ergebnisunsicherheit und Risikoaversion der effizienteste ist¹⁴. Da die Trennlinie dieser beiden Ansätze jedoch nicht scharf gezogen werden kann, werden in der vorliegenden Arbeit, wie in der deutschen Literatur z.B. bei Picot/Dietl/Franck (2005), die Begriffe Agency-Theorie und Principal-Agent-Theorie synonym verwendet.

2.3 Grundzüge der Principal-Agent-Theorie

Da Aktienrückkäufe insbesondere in der Untersuchung als Handlung des Managements in der Interaktion mit ihren Aktionären als Auftraggebern interessant sind, wird im Folgenden in einer kompakten Darstellung die Principal-Agent-Theorie vorgestellt.

Wie bereits erwähnt geht die Principal-Agent-Theorie von der Interaktion zwi-

¹² Jensen/Meckling (1976), S. 309.

¹³ Ebd., S. 308.

¹⁴ Vgl. Eisenhardt (1989), S. 59f.

schen Auftraggeber und Auftragnehmer als hauptsächlichem Untersuchungsgegenstand aus, wobei die Handlungen beider Akteure jeweils den Nutzen der Handlungen des anderen beeinflussen können. Oftmals sind die Rollen „Principal“ und „Agent“ auch nicht eindeutig vergeben bzw. wechseln, überlappen, oder doppeln sich. Besonders Unternehmer oder externe Manager, die am Unternehmen beteiligt werden, können dabei sowohl Principal- als auch Agentenstatus einnehmen – je nachdem, mit welchem anderen Akteur sie interagieren.¹⁵

Das Wissen der Akteure im Wirtschaftsprozess ist in einer neoinstitutionalistischen Welt ungleich verteilt und die Kosten der Informationsbeschaffung, die nahezu überall auftreten, geben den einen Akteuren Vorsprung gegenüber anderen. Dies kann, wie im vorherigen Abschnitt kurz umrissen, einerseits zu einer effizienteren Organisation im Unternehmen durch die Trennung von Entscheidung und Kontrolle führen. Dem Management wird ein Spielraum eingeräumt, den es durch seinen spezifischen Informationsvorsprung im Sinne der Aktionäre nutzen soll, andererseits aber auch zu deren Schaden oder zumindest im Ergebnis nicht messbar ausnutzen kann. Um den eigenen Nutzen zu maximieren, können Akteure so nun auch ihren spezifischen Wissensvorsprung (Informationsasymmetrie) gegenüber anderen, die ihnen Entscheidungskompetenzen über ihr Vermögen übertragen haben, wie z.B. Aktionären, ausnutzen. Dadurch werden optimal wohlfstandsmaximierende Wirtschaftsstrukturen untergraben, weil Instrumente zur Überwachung und Kontrolle von Agenten eingesetzt werden müssen. Die hierbei auftretenden Gesamtkosten (Agency-Kosten) sind auf Seiten des Agents die Signalisierungskosten seiner Qualität und Vertrauenswürdigkeit, beim Principal wiederum die Kontroll- und Überwachungskosten des Agents, sowie zusätzlich der entstandene Wohlfahrtsverlust durch das Nicht-Erreichen einer wohlfstandsmaximierenden Optimallösung.¹⁶

2.3.1 Probleme des Principal-Agent-Verhältnisses

Nach Eisenhardt (1989) befasst sich die Agency-Theorie mit zwei Problemen:

¹⁵ Vgl. Picot/Dietl/Franck (2005), S. 72.

¹⁶ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308 und Picot/Dietl/Franck (2005) S. 72f.

Das erste Problem und eigentliche Agency-Problem tritt auf, wenn die Ziele von Principal und Agent sich widersprechen oder es für den Principal zu teuer oder unmöglich ist, den Agenten permanent zu überwachen. Das zweite Problem ist das der Verteilung des Risikos, wenn beide Akteure durch unterschiedliche Risikobereitschaft unterschiedliche Handlungen bevorzugen:¹⁷

“...the heart of principal-agent theory is the trade-off between (a) the cost of measuring behavior and (b) the cost of measuring outcomes and transferring risk to the agent.”¹⁸

Fama und Jensen (1983) stellen zum grundlegenden Agency-Problem fest:

“Control of agency problems in the decision process is important when the decision managers who initiate and implement important decisions are not the major residual claimants and therefore do not bear a major share of the wealth effects of their decisions.”¹⁹

Als Umweltbedingungen beeinflussen drei grundlegende Informationsprobleme die Handlungen von Principal und Agent zu unterschiedlichen Phasen ihrer Interaktion: Zuerst stellt sich das Problem der unerwünschten Vertragspartner (Adverse selection), da Agenten vor Vertragsabschluss ihre „wahren“ Eigenschaften wie Leistungsfähigkeit, Verantwortungsbewusstsein oder Loyalität verbergen können. Die Gefahr des Betrugs (Moral hazard) während der Interaktionsbeziehung entsteht, wenn die Handlungen des Agenten entweder nicht beobachtet oder nicht beurteilt werden können. Das Problem der Erpressung (Hold-up) tritt ex post auf, wenn Verträge unvollständig sind und der Agent opportunistisch handeln kann, ohne dass der Principal etwas dagegen auszurichten hat.²⁰ Die Relevanz dieser drei Grundprobleme ist im Unternehmen, speziell der Aktiengesellschaft allgegenwärtig:

“Agency theory is most relevant in situations in which contracting problems are difficult. These include situations in which there is (a) substantial goal conflict between principals and agents, such that agent opportunism is likely (e.g., owners and managers, managers and professionals, suppliers and buyers); (b) sufficient outcome uncertainty to trigger the risk implications of the theory (e.g., new product innovation,

¹⁷ Vgl. Eisenhardt (1989), S. 58.

¹⁸ Eisenhardt (1989), S. 61.

¹⁹ Fama/Jensen (1983), S. 304.

²⁰ Vgl. Picot/Dietl/Franck (2005), S. 74ff sowie Eisenhardt (1989), S. 61.

young and small firms, recently deregulated industries); and (c) unprogrammed or team-oriented jobs in which evaluation of behaviors is difficult.”²¹

Für die Analyse des Verhältnisses und der Interaktion zwischen Management und Aktionären ist vor allem das Moral hazard-Problem relevant. Wie so viele Entscheidungen der Unternehmens- und speziell der Finanzpolitik, ist auch die Entscheidung über einen Aktienrückkauf von beiden Parteien gemeinsam zu fällen. Die Forschung im Bereich der Finanzierung und Unternehmensführung hat sich daher seit geraumer Zeit auf die Suche nach Mitteln begeben, wie die Agency-Beziehung zwischen Aktionären und Managern stabilisiert und optimiert werden kann. Insbesondere im Hinblick auf Wissensasymmetrien und die Betrugsgefahr wurden dabei unterschiedliche Mittel und Wege gefunden, die im folgenden Abschnitt dargestellt werden und im dritten Kapitel die Grundlage der Motivanalyse der Aktienrückkäufe bilden.

2.3.2 Mechanismen zur Stabilisierung der Agency-Beziehung

Die Reduktion von Informationsasymmetrien ist das allgemein probateste Mittel, um die Agency-Konflikte zwischen Eigentümern und Managern zu bekämpfen, stellt aber einen Trade-off zwischen dem Aspekt der Erlöse (Effizienz) durch Nicht-Information und der Kosten durch die Maßnahmen selbst dar:

„Eine Institution zu gestalten, die die Agency-Kosten minimiert, bedeutet daher zwangsläufig, einen wohlstandsmaximierenden Kompromiss zwischen einer möglichst produktiven Arbeitsteilung/Spezialisierung und möglichst ‚reibungslosen‘ Tausch- und Abstimmungsvorgängen zu finden.“²²

Die Gefahr der Adverse selection kann vor Vertragsabschluss durch drei wichtige Instrumente verringert werden: Signalling durch den (potenziellen) Agent, Screening durch den Principal, und Self selection durch die Informationen, die der Principal dem Agenten zur Verfügung stellt. Beim Signalling differenziert sich ein Agent durch Informationen, die er dem Principal zur Verfügung stellt, die dieser von sich aus nicht einholen oder verifizieren könnte. Bedingung für die Funktionsfähigkeit eines Signalling-Instruments ist, dass der Nutzen des Signallings für den „wahren“ Agenten höher ist als die Kosten und die Kosten

²¹ Eisenhardt (1989), S. 71.

²² Picot/Dietl/Franck (2005), S. 76.

für den imitierenden Agenten höher sind als der Nutzen.²³ Durch Screening überprüft der Principal die Eigenschaften des Agenten, sodass er sie selbst beurteilen kann. Self selection bezeichnet all jene Maßnahmen, die dazu dienen, den Markt der Agenten, die ex ante beurteilt werden, aufzuspalten, sodass sich von selbst nur noch diejenigen um die Stelle bewerben, die ohnehin besser geeignet sind.²⁴

Im Verlauf einer bestehenden Principal-Agent-Beziehung ist der Betrug (Moral hazard: nicht beobachtbar) oder die Erpressung (Hold-up: beobachtbar, aber akkurat nicht zu beseitigen) der Eigentümer durch die Manager die allgegenwärtigste Gefahr, die durch effektives Monitoring der Arbeit der Agents durch die Principals bekämpft werden kann. Durch Investitionen in Informations- und Kontrollsysteme werden die wahren Handlungen des Managements für die Eigentümer sichtbar und beurteilbar gemacht, wobei hierfür nicht unerhebliche Kontrollkosten auftreten können. Die Höhe der Kontrollmöglichkeiten durch den Principal im Gegensatz zur Breite des Verhaltensspielraums des Agents sind die beiden Determinanten der Gefahr des Moral hazards. Ein weiteres Mittel ist die Angleichung der Interessen zwischen beiden Parteien, beispielsweise durch Beteiligung der Agents am Unternehmen, da sie dadurch teilweise Principals sich selbst gegenüber werden. Dies macht ein vorteilhaftes Handeln auch für die anderen Principals notwendig. Die Gefahr der Erpressung kann durch die Installation wechselseitiger Abhängigkeitsverhältnisse, z.B. Pfand oder Beteiligung am Erfolg, bekämpft werden.²⁵

Neben diesen internen Instrumenten zur Disziplinierung der Manager, die als Agenten der Aktionäre das Unternehmen führen, wirken auch externe Faktoren auf deren Beziehungsverhalten zu den Aktionären ein. Dies kann einen Einfluss auf die Entscheidung für oder gegen einen Aktienrückkauf haben. Im nachfolgenden Abschnitt soll daher kurz auf die maßgeblichen externen Mechanismen zur Disziplinierung der Manager eingegangen werden.

²³ Vgl. Picot/Dietl/Franck (2005), S. 78. Siehe zur Funktionsfähigkeit von Signalling bei asymmetrischer Information ausführlicher auch ganz grundlegend Akerlof (1970) mit seinem klassischen Artikel zum Gebrauchtwagenmarkt.

²⁴ Vgl. Ebd.

²⁵ Vgl. Ebd., S. 78ff.

2.4 Externe Disziplinierung der Manager

Wie Fama (1980) zeigt, ist die Trennung von Eigentum und Kontrolle durch den Faktor der (internen wie externen) Arbeitsmärkte, denen sich die Agents nicht entziehen können, eine wertvolle Organisationsform, wenn für den Agenten die Kosten für Fehlverhalten in Gehaltsverhandlungen höher sind, als die Kosten für die Bereinigung der Fehler nach getaner Arbeit.²⁶

“The viability of the large corporation with diffuse security ownership is better explained in terms of a model where the primary disciplining of managers comes through managerial labor markets, both within and outside of the firm, with assistance from the panoply of internal and external monitoring devices that evolve to stimulate the ongoing efficiency of the corporate form, and with the market for outside takeovers providing discipline of last resort.”²⁷

Weiteren disziplinierenden Einfluss auf die Manager hat auch der Wettbewerb zwischen den Unternehmen, speziell der Markt für Unternehmenskontrolle. Durch die Gefahr der Übernahme durch andere Unternehmen stehen Agents mit ihren Managementteams ständig im Wettbewerb, wirtschaftliche Ressourcen an sich reißen zu wollen. Den Aktionären fällt dabei eine passive Rolle zu, da sie nicht über spezifisches Wissen ihres Unternehmens verfügen müssen. Der Markt für Unternehmenskontrolle regelt und kontrolliert das Verhalten der von ihnen bestimmten Manager in ihrem Sinne, wie Jensen und Ruback (1983) gezeigt haben. Von eventuellen Übernahmen profitieren die Aktionäre im Allgemeinen und die Autoren der Studie finden außer dem gezielten Ausschluss von Aktionären keine Verhaltensmöglichkeiten in Bezug auf M&A-Aktivitäten, die den Aktionären schaden würden.²⁸ Dies ist ein hoch interessanter Aspekt in Bezug auf Aktienrückkäufe, der in Kapitel 3.5 eingehender erläutert werden soll.

Für die Analyse der Motive des Aktienrückkaufs im folgenden Kapitel sind aus der Principal-Agent-Theorie ganz besonders das Problem des Moral hazards sowie die Instrumente des Signallings und der Interessenangleichung relevant.

²⁶ Vgl. Fama (1980), S. 306.

²⁷ Ebd., S. 295.

²⁸ Vgl. Jensen/Ruback (1983), S. 5f, 47.

3. Motive und Formen des Aktienrückkaufs

In ihrem Standardwerk zur Unternehmensfinanzierung bringen Brealey/Myers/Allen (2005) es auf den Punkt: „Investors can't read managers' minds, but they can learn from managers' actions“²⁹.

In diesem Kapitel sollen die wesentlichen Rückkaufmotive strukturiert dargestellt werden, um die Vielfalt der Faktoren und Aspekte, die den Aktienrückkauf beeinflussen, besser verstehen zu können. Dies erfolgt anhand der bestehenden Literatur, die hauptsächlich mit der Beobachtung der Handlungen des Managements im Vergleich zu messbaren Kursveränderungen arbeitet. Nach einer Einführung der wichtigsten geschichtlichen und rechtlichen Aspekte, werden in absteigender durchschnittlich wahrgenommener Relevanz die Motive, ihre theoretischen Grundlagen, ihr empirischer Erklärungsgehalt in Studien, und ggf. auch ihre beobachteten Kurswirkungen analysiert. Durch die enge Verwebung der Faktoren und hohe Interdependenz der Motive sind, wie bereits einleitend erwähnt, gewisse Überschneidungen bzw. die Darstellung differierender Sichtweisen auf ein und denselben Faktor oder Effekt unvermeidbar.

3.1 Der Aktienrückkauf

Bei einer Analyse von Aktienrückkäufen, die sich hauptsächlich aus der US-amerikanischen Literatur speist, gleichzeitig aber das Phänomen des Aktienrückkaufs auch in Deutschland erklären soll und nach allgemeingültigen Aussagen über die Motive sucht, müssen die Unterschiede zwischen den beiden Kapitalmärkten stets beachtet werden. Der Hauptunterschied zwischen dem US-amerikanischen Aktienmarkt und dem deutschen ist, dass in den USA traditionell die Aktien in Streubesitz waren, während in Deutschland Großinvestoren dominierten.³⁰

Diesem, sowie weiteren Unterschieden, wird jedoch keine all zu prominente Bedeutung zugeschrieben, da sich jegliche Analyse sonst in der Bestimmung der Faktoren verliert, anstatt Grundprinzipien aufzuzeigen. Das Herausbilden

²⁹ Brealey/Myers/Allen (2005), S. 419.

³⁰ Vgl. Bezenberger (2002), S. 67f.

globaler Prinzipien und die praktische Konvergenz in einem mehr und mehr einheitlich angelsächsisch geprägten Finanzmarkt waren die Hauptgründe für die Wiedereinführung des Rechts zum Erwerb eigener Aktien in Deutschland im Jahr 1998. Dies erlaubt immer mehr die Übertragung derselben Funktionsmechanismen, trotz der kulturellen und rechtlichen Eigenheiten, von einem Land auf das andere. Nicht zuletzt befinden sich auch deutsche Aktien mehr und mehr, mit einigen temporären Rückschlägen, im Besitz privater Kleinanleger, also im Streubesitz, wie es in den USA schon immer der Fall war.

3.1.1 Geschichte des Aktienrückkaufs in Deutschland

Ausgehend von Erfahrungen an der Wiener Börse, wo Mitte des 19. Jahrhunderts Unternehmen spekulativen Insiderhandel mit ihren eigenen Aktien betrieben haben, wurde mit der Aktienrechtsnovelle 1870 der Erwerb eigener Aktien grundsätzlich verboten. Durch eine Änderung des Aktienrechts 1884 und des HGB 1897 wurde dieses als übertrieben scharf kritisierte Verbot dann gelockert, und der Aktienrückkauf prinzipiell wieder gestattet.³¹

In Folge der Weltwirtschaftskrise ab 1929 kam es 1931 in Deutschland zur Bankenkrise, bei der u.a. viele Unternehmen und Banken große Bestände ihrer eigenen Aktien zurück gekauft haben. Das Wissen darüber, wie der Aktienrückkauf während der Bankenkrise von 1931 genutzt wurde, ist generell unvollständig.³² Dennoch gibt es Indizien dafür, dass durch den Aktienrückkauf Vermögen vor dem Zusammenbruch von Unternehmen oder Banken an ausgewählte Eigentümer transferiert werden sollte, was dem Grundsatz der Insolvenzvermeidung zum Wohle aller Gläubiger entgegensteht. Terberger und Wettberg (2005) schließen aus, dass durch diese mitunter massiven Aktienrückkäufe im Sinne der Signalling-Hypothese (siehe Abschnitt 3.2) Vertrauen in die Aktie geweckt werden sollte, womit eine Kursstützung hätte erreicht werden können. Die Rückkäufe, die bei Berliner Großbanken im Sommer 1931 bis zu 50% des Grundkapitals erreichten, scheinen ohnehin auch wegen ihres Volumens durch andere Faktoren bedingt, und haben die Bankenkrise vielleicht nicht ausgelöst,

³¹ Vgl. Pertlwieser (2005), S. 17f; Schremper (2002), S. 12ff; Bezzemberger (2002), S. 15f.

³² Vgl. Terberger/Wettberg (2005), S. 32ff.

wohl aber enorm verschärft.³³ Mit einer Notverordnung des Reichspräsidenten im September 1931 wurde daraufhin der Aktienrückkauf weitestgehend verboten. Nur in sehr begrenzten Ausnahmefällen, die bis heute im Aktiengesetz Bestand haben, aber später erweitert wurden, war der Erwerb eigener Aktien weiterhin erlaubt.

Mit der zweiten Kapitalrichtlinie der EG aus dem Jahr 1976 wurden auf Europalebene Regelungen geschaffen, die zur Vereinheitlichung der Kapitalmärkte eine Liberalisierung des Aktienrückkaufs vorsahen. Der deutsche Gesetzgeber empfand zu diesem Zeitpunkt aber keine Notwendigkeit für die Umsetzung dieser Richtlinie, die ohnehin eher den Charakter einer Definition von Mindeststandards für gesetzliche Regelungen zum Erwerb eigener Aktien hatte, als dies den Mitgliedstaaten vorzuschreiben.³⁴

In den 1990er Jahren sahen sich deutsche Unternehmen mehr und mehr dem Wettbewerbsdruck des US-amerikanischen, des britischen sowie des globalen Finanzmarkts ausgesetzt, die Möglichkeiten zum Erwerb eigener Aktien einzuräumen. Der deutsche Gesetzgeber sah sich daraufhin dazu veranlasst, die EG-Kapitalrichtlinie umzusetzen und den Aktienrückkauf in Deutschland in seinen wesentlichen Punkten zu liberalisieren. Mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) wurde der entscheidende § 71 Abs. 1 Nr. 8 dem Aktiengesetz hinzugefügt, auf dessen Basis heute die überwältigende Mehrzahl der Aktienrückkäufe stattfindet. Somit ist aus einem grundsätzlichen Verbot des Aktienrückkaufs eine grundsätzliche Erlaubnis geworden, auch wenn diese durch einige zentrale Auflagen begrenzt wird.

3.1.2 Historische Entwicklung in den USA

In den USA war der Aktienrückkauf, im Gegensatz zu Deutschland, schon immer prinzipiell gestattet. Eine erste Welle von Aktienrückkäufen erlebten die USA in den Jahren zwischen 1954 und 1963, als durch den Wirtschaftsboom

³³ Vgl. Terberger/Wettberg (2005), S. 32.

³⁴ Vgl. Pertlwieser (2005), S. 19f; Schremper (2002), S. 14; Bezenberger (2002), S. 19ff.

der Nachkriegszeit hohe Liquiditätsüberschüsse produziert wurden.³⁵ Die wirkliche Popularität des Aktienrückkaufs als Finanzinstrument setzte in den USA zu Beginn der 1980er Jahre ein. So stiegen von 1977 bis 1987 die Dividendenzahlungen aller US-amerikanischen Unternehmen um insgesamt 61,3%, während im selben Zeitraum das über Aktienrückkäufe an die Aktionäre ausgeschüttete Volumen um 824% stieg.³⁶ Diese enorme relative Zunahme von Aktienrückkäufen im Vergleich zu Dividendenzahlungen wird in der Literatur zumeist damit erklärt, dass steuerliche und finanzpolitische Gründe für den Austausch des klassischen Ausschüttungsinstruments der Dividende durch den Rückkauf eigener Aktien verantwortlich waren. Aber auch andere Motive, wie z.B. die Kursbeeinflussung oder die Abwehr von Übernahmen haben in diesem Zeitraum in Praxis und Wissenschaft enorm an Bedeutung zugenommen. In den 1990er Jahren hielt der Trend an, dass mehr und mehr Aktienrückkäufe durchgeführt, aber weniger Dividenden gezahlt werden. Durchschnittlich wuchsen für alle US-Unternehmen die Dividenden von 1980 bis 2000 um jährlich nur 6,3%, während Aktienrückkäufe jährlich um 26,1% zunahmen.³⁷ Ein großer Schritt war vom Jahr 1983 auf 1984, als das Gesamtvolumen der Aktienrückkäufe schlagartig von \$7,7 Mrd. auf \$27,4 Mrd. stieg.³⁸ Dies liegt an der Einführung der Regel 10b-18 durch die US-amerikanische Börsenaufsicht SEC im Jahr 1982. Durch sie wurde eine erheblich höhere Rechtssicherheit für rückkaufende Unternehmen geschaffen, die sich dem Verdacht der illegalen Kursmanipulation ausgesetzt sehen könnten.³⁹

Im 21. Jahrhundert haben auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt die Aktienrückkäufe schlussendlich das Gesamtvolumen der Dividendenzahlungen ein- bzw. überholt: 2003 standen bei Industrieunternehmen noch \$104 Mrd. an Rückkaufvolumen \$119 Mrd. Dividenden gegenüber, doch 2004 übertrafen die Rückkäufe mit \$155 Mrd. die Dividenden mit insgesamt \$137 Mrd.⁴⁰ Die unter-

³⁵ Vgl. Johannsen-Roth (2001), S. 23f.

³⁶ Vgl. Bagwell/Shoven (1989), S. 131.

³⁷ Vgl. Grullon/Michaely (2002), S. 1649.

³⁸ Vgl. Bagwell/Shoven (1989), S. 131.

³⁹ Vgl. Brealey/Myers/Allen (2006), S. 415f.

⁴⁰ Vgl. Skinner (2008), S. 583.

schiedlichen Gründe und Motive hierfür sind der zentrale Bestandteil dieser Arbeit, und sollen in den folgenden Kapiteln eingehender betrachtet werden.

3.1.3 Rechtliche Rahmenbedingungen in Deutschland

Die gemeinschaftlichen Vorgaben der 2. EG-Richtlinie zur Vereinheitlichung des Gesellschaftsrechts⁴¹ (Kapitalrichtlinie) aus dem Jahr 1976 wurden durch den Druck von unterschiedlichen Seiten auf die Bundesregierung über das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) in das Aktiengesetz übernommen. Der Gesetzgeber hat hierbei den Spielraum der Kapitalrichtlinie durch die Einführung des § 71 Abs. 1 Nr. 8 in das AktG im Jahr 1998 weitgehend ausgenutzt und das generelle Erwerbsverbot eigener Aktien durch die Zuweisung der Entscheidungskompetenz über den Erwerb an die Aktionäre ersetzt.⁴² Auch davor gab es zwar bereits sieben begrenzte und hochgradig zweckgebundene Erlaubnistatbestände, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten schon in den § 71 des Aktiengesetzes übernommen worden waren. Hierzu zählen der Erwerb zur Schadensabwehr vom Unternehmen, zur Bedienung von Belegschaftsaktienprogrammen, zur Abfindung ausgeschiedener Aktionäre, der unentgeltliche Erwerb oder für Kommissionsgeschäfte, der Erwerb durch Gesamtrechtsnachfolge, zur Kapitalherabsetzung oder zum Wertpapierhandel durch ein Kreditinstitut bzw. einen Finanzdienstleister.⁴³ Von diesen Ausnahmetatbeständen vom generellen Verbot des Erwerbs eigener Aktien wurde in der Praxis aber kaum Gebrauch gemacht. In seiner praktischen Relevanz von größter Bedeutung ist daher der freie Erwerb ohne Zweckbindung, der nun seit 1998 durch den § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG gestattet ist:

„§ 71 (1) Die Gesellschaft darf eigene Aktien nur erwerben, [...] Nr. 8 ¹aufgrund einer höchstens 18 Monate 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 Hauptver-

⁴¹ Richtlinie 77/91/EWG

⁴² Vgl. Cahn (2006), S. 29.

⁴³ Näheres findet sich im Aktiengesetz § 71, Absatz 1, Nr. 1-7.

sammlung kann den Vorstand ermächtigen, die eigenen Aktien ohne weiteren Hauptversammlungsbeschluss einzuziehen.“⁴⁴

Hiermit ist der „Hauptkorridor für den Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft“⁴⁵, ohne die Bindung an eine bestimmte Zweckvorgabe, in Deutschland gegeben. Hinzu kommen zahlreiche Kontrollmechanismen, Erwerbsschranken und Zusatzvorschriften, die einerseits entweder bereits in der obigen umfassenden Formulierung inbegriffen sind oder andererseits in den weiteren Paragraphen oder anderen Gesetzen (z.B. HGB) folgen. Prinzipiell ist das Management nun aber befugt, mit einem 18 Monate geltenden Beschluss der Hauptversammlung Aktien bis zu einem Volumen von 10% des ausstehenden Grundkapitals zurück zu kaufen, und die konkrete Entscheidung über Zeitpunkt, Höhe und Verwendung selbstständig zu fällen. Auch der Einzug der zurück gekauften Aktien und die damit verbundene Kapitalherabsetzung benötigen, vorausgesetzt diesem Zusatzanspruch wurde in der Hauptversammlung entsprochen, keine weitere Ermächtigung.

Der Erwerb der eigenen Aktien zu Handelszwecken wird, wegen der deutlichen Gefahr des Insiderhandels (der ja auch im Interesse des Unternehmens durchgeführt werden könnte), im Gesetzestext jedoch explizit ausgeschlossen und verboten. Ferner wird der §53 AktG erwähnt, der den Gleichbehandlungsgrundsatz definiert. Sowohl bei einem Erwerb als auch einer etwaigen späteren Veräußerung der eigenen Aktien müssen daher allen Aktionären dieselben Angebote gemacht und Chancen eingeräumt werden. Für den Rückkauf müssen Preisgrenzen festgelegt und von der Hauptversammlung beschlossen werden, die den höchsten und niedrigsten Wert, zu dem ein Rückkauf stattfinden kann, vorschreiben. Dies kann entweder mit festen Beträgen, oder aber, wie in der Praxis häufiger, durch die relative Kopplung an den Aktienkurs erfolgen. Die Entscheidung über diese monetären Gegenwerte und die maximale zulässige Abweichung hängt auch von der gewählten Rückkaufmethode ab, die jedoch wiederum vom Management und nicht von der HV ausgewählt wird.⁴⁶

⁴⁴ Aktiengesetz, § 71, Absatz 1, Nr. 8.

⁴⁵ Bezenberger (2002), S. 30.

⁴⁶ Vgl. Ebd., S. 30ff; Schremper (2002), S. 16ff.

Die wichtigsten zusätzlichen Erwerbsschranken sind: Das Unternehmen darf nicht mehr als 10% der eigenen Aktien besitzen⁴⁷ (§ 71 Abs. 2 Nr. 1 AktG), die Mittel aus gebundenen Rücklagen, aus denen die Aktien gekauft werden, müssten auch an die Aktionäre ausgeschüttet werden können (§ 71 Abs. 2 Nr. 2 AktG), und die Aktien, die zurück gekauft werden sollen, müssen vollständig einbezahlt sein (§ 71 Abs. 2 Nr. 3 AktG).⁴⁸ Die Zeichnung eigener Aktien bei der Ausgabe (originärer Erwerb) wird bereits an vorheriger Stelle im Gesetz durch den § 56 Abs. 1 AktG ausgeschlossen.

Zusätzlich gibt es je nach konkretem Tatbestand aus dem § 71 Abs. 1 Nr. 1-8 und je nach Rückkaufverfahren noch eigene Vorschriften und gesetzliche Feinheiten, deren Betrachtung aus einer juristischen Perspektive aber keinen Mehrwert für das generelle Verständnis des Aktienrückkaufs bringen würde. Daher sei an dieser Stelle von einer detaillierteren Betrachtung der Rechtslage abgesehen und stattdessen ein ökonomisch-praktischer Überblick über die wesentlichen zur Verfügung stehenden Rückkaufverfahren angeschlossen.

3.1.4 Rückkaufverfahren im Rahmen von Aktienrückkäufen

Für den Aktienrückkauf stehen unterschiedliche Verfahren zur Verfügung, die in Bezug auf ihre Signalling-Wirkung, den Preis der zurück erworbenen Aktien, eventueller Prämien, ihrem Aufwand und ihrer Flexibilität, dem Rückkaufvolumen und weiteren Faktoren variieren. Für eine freie Gestaltung des Aktienrückkaufs durch das Management sind diese Gestaltungsmöglichkeiten von hoher Bedeutung, da je nach Motiv oder Motivset für den Rückkauf, aber auch aufgrund externer Einflüsse, ein passendes Verfahren gewählt werden kann. Grundsätzlich muss grob zwischen drei Verfahrensformen unterschieden werden: 1. Dem Rückkauf über die Börse, 2. dem öffentlichen Rückkaufangebot an alle Aktionäre und 3. dem privat ausgehandelten Rückkauf von ausgewählten Parteien. Das mit Abstand wichtigste Verfahren hinsichtlich seiner praktischen

⁴⁷ Im Gegensatz zum Erwerb von nicht mehr als 10% der Aktien nach dem § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG (Stromgröße), ist hiermit vielmehr eine Bestandsgröße gemeint, die nicht überschritten werden darf. Sollten die Aktien eines vorhergehenden Beschlusses im Bestand gehalten werden, so wird verhindert, dass durch einen neuen Beschluss noch einmal bis zu 10% des Volumens „hineinströmen“, und somit die 10% Bestandsgrenze verletzt würde. Vgl. hierzu auch Bezenberger (2002), S. 33.

⁴⁸ Vgl. Bezenberger (2002), S. 25.

Bedeutung sowohl in den USA als auch in Deutschland ist der offene Rückkauf über die Börse (Open-market repurchase), bei dem das Unternehmen seine Anteile entweder selbst oder unter Führung eines Kreditinstituts zurück erwirbt. Beim öffentlichen Rückkaufangebot muss weiter zwischen einem Festpreisangebot (Fixed price tender offer), einem holländischen Auktionsverfahren (Dutch auction tender offer) und der Ausgabe übertragbarer Verkaufsrechte (Transferable put rights) unterschieden werden. Die seltenste Form stellt der privat ausgehandelte Rückkauf (Negotiated repurchase) dar, da hier das Manipulationspotenzial am höchsten ist und strenge zusätzliche gesetzliche Auflagen erfüllt werden müssen.⁴⁹

Der anonyme Rückkauf über die Börse stellt in Deutschland noch stärker als in den USA das bei weitem dominierende Verfahren für Aktienrückkäufe dar. Über 95% der durchgeführten Rückkauftransaktionen in beiden Ländern seit 1990 wurden auf diese Weise abgewickelt.⁵⁰ Der große Vorteil daran ist, dass Gleichbehandlungsgrundsätze automatisch eingehalten werden, da der verkauende Aktionär nicht weiß, ob er an das Unternehmen oder einen anderen Investor an der Börse verkauft hat. Außerdem wird dem Management des Unternehmens die größtmögliche Flexibilität bezüglich des Zeitpunkts und der Höhe der tatsächlichen Umsetzung des Rückkaufs gegeben und die Transaktionskosten für die Durchführung werden minimiert. Auf Marktgegebenheiten wie einen Kursverfall oder -anstieg kann dadurch durch die kurzfristige Entscheidung schnell reagiert werden. Das Einhalten eines niedrigsten und höchsten Gegenwerts, wie ihn das Gesetz vorschreibt, ist – sofern relative Abweichungen vom Aktienkurs und nicht zwei feste Schranken gesetzt wurden – problemlos möglich, da die Aktien in jeder Einzeltransaktion exakt zum Marktwert gekauft werden. Ein Vorratsbeschluss der Hauptversammlung, wie er in Deutschland über den § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG der Regelfall ist, kann also nicht, teilweise oder komplett und gestückelt oder in einer einzelnen Transaktion durchgeführt werden. Vor allem in den USA, aber auch bei großen deutschen Aktiengesellschaften, hat sich die Praxis etabliert, die Umsetzung von Aktienrückkäufen über die

⁴⁹ Vgl. Pertlwieser (2006), S. 32ff; Schremper (2002), S. 37ff; Gerke/Fleischer/Langer (2002), S. 3ff; Johannsen-Roth (2001), S. 13ff.

⁵⁰ Vgl. Pertlwieser (2006), S. 39, S. 42.

Börse im Rahmen von Ad-hoc-Mitteilungen zu veröffentlichen. Geschuldet ist dies bei großen Aktiengesellschaften und aktiven Märkten den stetig steigenden Ansprüchen an Investor Relations auf Basis der Regelungen und Grundgedanken moderner Corporate Governance. Außerdem besteht bei großen Gesellschaften auch ein höherer Transparenzdruck durch die Dichte des Medieninteresses und der Analystenabdeckung des Unternehmens. Ein Nachteil des Verfahrens ist, dass es bei geringer oder keiner Marktliquidität ineffektiv ist. „Unternehmen der dritten Reihe des Börsenparketts“⁵¹ und kleine Gesellschaften können daher Probleme bei der Umsetzung einer Rückkaufentscheidung durch das Rückkaufverfahren der Börse erleiden.

Bei öffentlichen Rückkaufangeboten an alle Aktionäre wird ein Angebot durch das Management abgegeben, um Aktionäre zum direkten Verkauf ihrer Anteile zu bewegen. Die Aktionäre treten somit in eine direkte Transaktion mit ihrem Unternehmen und können frei entscheiden, ob sie das Angebot annehmen oder nicht. In den USA wird dieses Verfahren schon lange praktiziert, auch wenn es keine große Bedeutung erlangen konnte. In Deutschland gibt es Bedenken, ob öffentliche Rückkaufangebote unter das Wertpapierübernahmegesetz (WpÜG) fallen, was wohl die generelle Unattraktivität weiter verschärft.⁵² Zur Preisfindung können drei Verfahren öffentlicher Rückkaufangebote gewählt werden: Bei einem Festpreisangebot werden ein fixer Preis, meist mit einer gewissen Prämie auf den Aktienkurs, und eine bestimmte Frist festgelegt. Um die nötige Prämie niedriger ausfallen lassen zu können, kann ein rückkaufendes Unternehmen auf das holländische Auktionsverfahren zurück greifen. Hierbei werden das beabsichtigte Rückkaufvolumen festgelegt, Angebote innerhalb einer vom Unternehmen vorgegebenen Preisspanne von den Aktionären gesammelt, und dann der minimale Preis, zu dem das Volumen erreicht wird (Market clearing price), gezahlt, womit den heterogenen Aktionärsersparungen Rechnung getragen wird.⁵³ Beim dritten Verfahren öffentlicher Rückkaufangebote handelt es sich um die Ausgabe übertragbarer Verkaufsrechte, die jedem Aktionär propor-

⁵¹ Pertlwieser (2006), S. 34.

⁵² Vgl. Ebd., S. 35.

⁵³ Vgl. Gerke/Fleischer/Langer (2002), S. 4; Pertlwieser (2006), S. 36.

tional zu dem Rückkaufvolumen und seinen Anteilen am Unternehmen zukommen. Falls er diese nicht beanspruchen möchte, können diese Rechte mit anderen Aktionären an der Börse unter Realisierung der Optionsprämie gehandelt werden.

Der privat ausgehandelte Aktienrückkauf ist prinzipiell sowohl rechtlich als auch praktisch möglich, stellt jedoch in den USA wie in Deutschland die am seltensten verwendete Methode dar. In Verhandlungen, meist mit einem Großinvestor, wird ein individueller Preis für den Rückkauf festgelegt, was im Regelfall den Gleichbehandlungsgrundsatz verletzt. Dennoch kann ein privat ausgehandelter Rückkauf sinnvoll bzw. notwendig sein, beispielsweise zur Abwehr einer drohenden Übernahme (siehe Kapitel 3.5 zum Aktienrückkauf als M&A-Instrument).⁵⁴

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass der Aktienrückkauf über die Börse bei Weitem das dominierende Verfahren darstellt, und zahlreiche Vorzüge aufweist. Trotzdem kommt der Entscheidung über das Rückkaufverfahren eine wichtige Bedeutung zu, gerade bei unterschiedlichen bzw. multiplen Motiven des Managements zum Aktienrückkauf. In den nachfolgenden Abschnitten, die die Motive zum Aktienrückkauf näher beleuchten, wird daher immer dann auf die Rückkaufmethode Bezug genommen, wenn diese als Faktor in Ursache, Motiv oder Wirkung des Aktienrückkaufs eine Rolle spielt.

3.2 Aktienrückkauf als Signal der Unterbewertung

Das Signalling von Unterbewertung des Kurses eines Unternehmens stellt in der Literatur und der empirischen Forschung das wichtigste, wenngleich auch nicht unumstrittenste Motiv für Aktienrückkäufe dar, und liefert die am weitesten verbreiteten Erklärungsansätze für Kurseffekte durch Aktienrückkäufe.⁵⁵ In anonymen Befragungen von Finanzvorständen in den USA über ihre Motivation für Aktienrückkäufe wird als häufigster Grund genannt, dass damit unterbewertete

⁵⁴ Vorstellbar ist ein solches Vorgehen schon eher bei kleineren, nicht börsennotierten Unternehmen, bei denen eine Übernahme bzw. Einziehung der eigenen Anteile aus Nachfolgegründen von allen Mitgesellschaftern getragen wird. Vgl. hierzu ausführlicher Schremper (2002), S. 46; Pertlwieser (2006), S. 38f.

⁵⁵ Vgl. Gerke/Fleischer/Langer (2001), S. 8f; Pertlwieser (2006), S. 93ff.

Aktien vom Kapitalmarkt wieder eingezogen werden sollen.⁵⁶

3.2.1 Ausgangsannahmen zum Signalling

Dem Aktienrückkauf als Signallinginstrument liegt die Annahme zugrunde, dass das Management über Informationen über die Zukunftsaussichten des Unternehmens verfügt, die unter Geltung der halbstrengen Informationseffizienz⁵⁷ nicht im Aktienkurs enthalten sind, sondern das Management über die Übermittlung dieser Informationen an die Aktionäre erst noch entscheiden kann. Wenn solche Informationsasymmetrien zwischen Aktionären und Management bestehen, kann dies zur Unterbewertung der Aktie führen.⁵⁸

Prinzipiell können durch die Ankündigung und die Durchführung eines Aktienrückkaufs unterschiedliche Signale an den Kapitalmarkt und die Aktionäre gesendet werden. Am häufigsten kommt dabei das Motiv infrage, dass durch den Rückkauf eine vom Management wahrgenommene Unterbewertung des Aktienkurses durch unterschätzte zukünftige Cash-Flows und überschätzt Risiken bekämpft werden soll.⁵⁹ Indem das Unternehmen seine eigenen Aktien zurückkauft, demonstriert es Vertrauen in die eigene Aktie und zeigt anderen Anlegern, dass es sie als eine gute Investitionsmöglichkeit ansieht. Das Unternehmen kauft daher die von den Anlegern falsch bepreisten Aktien vom Kapitalmarkt wieder auf.⁶⁰

Konkrete Informationen über kursbeeinflussende Sachverhalte müssen in aller Regel via Ad-hoc-Mitteilungen an den Kapitalmarkt übermittelt werden. Sind diese Informationen aber wenig konkreter Natur, z.B. vom Management wahrgenommene positive Zukunftsaussichten bei gleichzeitiger Unterbewertung der Aktien, so reicht eine Ad-hoc-Mitteilung zur glaubhaften Übermittlung meist nicht aus. Die Glaubwürdigkeit des gesendeten Signals ist eine zentrale Vor-

⁵⁶ Vgl. Vermaelen (2005), S. 72ff.

⁵⁷ Im Gegensatz zur niedrigen Informationseffizienz, bei der der Kapitalmarkt lediglich historische Informationen erhält, werden auch Informationen über aktuelle Entwicklungen übermittelt. In der Abgrenzung zur strengen Informationseffizienz, bei der eine vollständige Informationsasymmetrie besteht, werden aber Insiderinformationen zurückgehalten.

⁵⁸ Vgl. Dittmar (2000), S. 334.

⁵⁹ Vgl. Vermaelen (2005), S. 72.

⁶⁰ Vgl. Dittmar (2000), S. 334

aussetzung zum Erzielen einer Indikatorwirkung.⁶¹ Die Glaubhaftigkeit einer solchen Information kann aber durch den Einsatz eines Instruments, bei dem die Kosten eines falschen Signals den Sender belasten würden, enorm erhöht werden. Der Aktienrückkauf stellt ein solches Instrument zur glaubhaften Übermittlung des Signals der Unterbewertung dar.⁶²

3.2.2 Funktionsweise und Glaubhaftigkeit des Signallings

Die Glaubhaftigkeit eines Aktienrückkaufs zum Signalling einer bestehenden Unterbewertung hängt von drei Faktoren ab: Dem Rückkaufvolumen, der Prämie, die auf den aktuellen Kurs angeboten wird sowie dem Kapitalanteil oder der Erfolgsbeteiligung des Managements.⁶³ Die ersten beiden Faktoren wirken zwar primär auf die Aktionäre, die aber indirekt die Verantwortung für das Aktienrückkaufprogramm an das Management weitergeben, indem sie über dessen Arbeitsverhältnis entscheiden und im Falle von fehlgeschlagenen Rückkäufen das Management entlassen können.⁶⁴ Das Management ist treibende und entscheidende Kraft hinter Aktienrückkäufen. Außerdem ist die Rückkaufmethode, wie sie in ihrer unterschiedlichen Form im vorhergehenden Abschnitt erklärt wird, ein wichtiger Faktor, weil eventuelle Prämien bei Festpreisangeboten die Glaubhaftigkeit des Signals steigern. Ein falsches Signal, z.B. eine Prämie, die weit über dem Grad der Unterbewertung⁶⁵ liegt, würde Insidern schaden, die ihre eigenen Aktien nicht verkaufen. Dies liegt daran, dass eine Prämie, die über den wirklichen Wert, der den Insidern bekannt ist, hinaus geht, eine Sonderdividende an die verkaufenden Aktionäre zugunsten der nicht verkaufenden darstellt.

Vor allem Insider-Aktionäre, am Unternehmen beteiligte Manager, oder Mitarbeiter, die einlösbare Aktienoptionspläne besitzen, stehen bei Entscheidungen über Aktienrückkäufe unter genauer Beobachtung: Wenn sie ihre Anteile im Rahmen des Rückkaufprogramms nicht zurück geben, so übernehmen sie ein

⁶¹ Vgl. Schremper (2002), S. 90.

⁶² Vgl. Pertlwieser (2006), S. 93.

⁶³ Vgl. Comment/Jarrell (1999), S. 1245; Vermaelen (1981), S. 139.

⁶⁴ Vgl. Schremper (2002), S. 90f.

⁶⁵ Die Differenz zwischen Aktienkurs und „wahrem“ Wert, wie ihn ein Insider beurteilt.

höheres Risiko für ihren privaten Wohlstand.⁶⁶ Die Glaubhaftigkeit eines Aktienrückkaufs zum Signalling von Unterbewertung wird durch diesen Faktor maßgeblich beeinflusst, und ist daher nur dann effektiv, wenn Managementinsider ihre Anteile nicht verkaufen. Da am Unternehmen beteiligte Manager, die den Rückkauf veranlassen und ihre persönlichen Anteile nicht im Rahmen dieses Rückkaufs abgeben, eine Wette ihrerseits auf steigende Kurse abschließen, muss das Signal vorläufig vom Kapitalmarkt als glaubhaft aufgefasst werden.⁶⁷ Durch den seit den 1980er-Jahren gestiegenen Einsatz neuerer Entlohnungsformen des Managements, beispielsweise mittels Long Term Incentives und der Beteiligung am Unternehmen, lässt sich dieser Effekt aber gleichsam auch für Rückkäufe über die Börse, wo keine expliziten Preisprämien die Glaubhaftigkeit des Unterbewertungsstatements unterstreichen können, erklären. Lee/Mickelson/Partch (1992) belegen für die USA sogar, dass Manager durchschnittlich ihren Bestand an Anteilen vor der Rückkaufankündigung erhöhen.⁶⁸

Vermaelen (1981) belegt in einer der wichtigen frühen Studien positive Kurseffekte durch Aktienrückkäufe und erklärt dies ebenfalls mit der Signalling-Hypothese. Er geht zwar auch von der Beobachtung aus, dass bei kleinen Firmen, in denen Manager oftmals auch zu einem höheren Grad Anteilseigner sind, die Wirksamkeit des Signallings durch ihr Nichtverkaufsverhalten erklärt werden kann, gleichzeitig wird aber auch hier ein besonderes Augenmerk auf die Prämienwirkung von Festpreisangeboten gelegt. Er erweitert dann theoretisch die Argumentation dahingehend, dass dies auch für Aktienrückkäufe über die Börse und große Firmen Wirkung hat – alles noch bevor die große Welle der Aktienrückkäufe und der Trend zur stärkeren Managementbeteiligung am Unternehmen zum Abbau von Agency-Konflikten in den 1980er- und 1990er-

⁶⁶ Wenn ein Unternehmer bei der Ausgabe neuer Aktien einen Teil der Aktien zurück hält, so kann dies als ein Signal höherer Gewinne in der Zukunft aufgefasst werden, da sein marginaler negativer Nutzen (marginal disutility) des zusätzlichen Eignerrisikos geringer ist als der externer Aktionäre. Umgedreht ist ein Unternehmer (oder am Unternehmen beteiligter Manager), der seine Aktien bei einem Rückkauf weiterhin hält, einem höheren Risikos ausgesetzt, das er aber durch sein Insiderwissen über die Zukunftsaussichten in Kauf nimmt. Vgl. hierzu McNally (1999), S. 57.

⁶⁷ Vgl. Comment/Jarrell (1999), S. 1245.

⁶⁸ Vgl. Lee/Mickelson/Partch (1992), S. 1960.

Jahren eingetreten ist.⁶⁹

Empirische Evidenz, dass Aktienrückkäufe mit Festpreisangeboten generell ein stärkeres Signal der Unterbewertung darstellen, als es per holländischem Auktionsverfahren oder über die Börse der Fall wäre, finden Comment und Jarrell (1991) in ihrer Studie. Zentraler Faktor ist dabei wiederum die Wirkung der Prämie. Nur sehr großvolumige Börsenrückkäufe können ähnlich positive Kurseffekte aufweisen. Nichtsdestotrotz belegen sie für US-amerikanische Unternehmen im Zeitraum von 1984 bis 1989 den prinzipiellen Zusammenhang zwischen dem Signal der Unterbewertung und Aktienrückkäufen sowie die speziellen Differenzen der unterschiedlichen (öffentlichen) Rückkaufverfahren.⁷⁰

3.2.3 Neuere Forschungsergebnisse zur Signalling-Hypothese

McNally (1999) geht von zwei zusätzlichen Grundannahmen aus, um ein neueres, komplexeres Modell für die Erklärung des Aktienrückkaufs als Signalling-Instrument zu konstruieren, das im Unterschied zu Vermaelen (1981) und Comment/Jarrell (1991) auch für Rückkäufe über die Börse gilt: Erstens stellen Rückkaufankündigungen, wie sich historisch gezeigt hat, eine glaubhafte Zusage dar, den Rückkauf auch wirklich durchzuführen. Zweitens verkaufen Insider neben den genannten Argumenten auch deshalb ihre Aktien bei einem Rückkauf des eigenen Unternehmens nicht, weil dadurch das Unternehmen einen Reputationsverlust am Kapitalmarkt erleiden könnte.⁷¹ Der Schluss ist wieder derselbe wie bei vorherigen Autoren: Dadurch, dass Managementinsider ihre Anteile nicht verkaufen, sind sie einem höheren Risiko ihres eigenen Unternehmens ausgesetzt, was für Externe ein glaubhafter Grund ist, dem Aktienrückkauf zur Bekämpfung einer Unterbewertung Glauben zu schenken.⁷² Die Studie von McNally (1999) zeigt empirische Belege, dass Aktienrückkäufe als Signalling-Instrument tatsächlich ihre Wirkung erzielen.

Dittmar (2000) belegt in ihrer Studie, dass auf dem US-amerikanischen Kapi-

⁶⁹ Vgl. Vermaelen (1981), S. 139f, 179f.

⁷⁰ Vgl. Comment/Jarrell (1991), S. 1266f.

⁷¹ Vgl. McNally (1999), S. 57ff.

⁷² Vgl. Ebd., S. 66.

talmarkt Unternehmen im vollständigen untersuchten Zeitraum (1977-1996) ihre eigenen Aktien zurück kaufen, um ein Signal zu senden und einen Nutzen aus der Unterbewertung zu ziehen. Entgegen der in der Studie antizipierten Erwartung, dies würde für kleinere Firmen eher zutreffen als für große, da kleine Unternehmen weniger stark durch Analysten beobachtet werden und daher größere Fehleinschätzungen in der Bewertung der Aktie auftreten können, belegt Dittmar (2000) jedoch, dass dies ganz besonders auch für große Unternehmen zutrifft.⁷³

Zusammenfassend bleibt aufgrund der vorangehend erklärten Funktionsweise von Aktienrückkäufen als Instrument des Signallings von Unterbewertung und den empirisch belegten Kursverläufen, sowie der Annahme, dass Manager einen steigenden Aktienkurs bevorzugen, festzuhalten:

- Manager entscheiden sich für Aktienrückkaufprogramme, wenn sie die Aktien ihres Unternehmens aufgrund der ihnen vorliegenden Insiderinformationen als unterbewertet ansehen und den Kurs stützen möchten, da sie wissen, dass dieses Signal bei den Aktionären ankommt, sofern sie ihre eigenen Anteile halten.

Ein neuerer Ansatz für die Erklärung von positiven Kurseffekten stammt von Peyer und Vermaelen (2007), die zwar wie einige Studien zuvor, beobachtet haben, dass die höchsten Überrenditen nach Aktienrückkäufen bei jenen Unternehmen auftreten, die einen hohen Kursverlust vor der Rückkaufankündigung in Kauf nehmen mussten. Dieser Kursverfall wurde aber durchweg meist durch Downgrading der Aktien durch Analysten ausgelöst. Der Aktienrückkauf im Anschluss an den Kursverfall ist daher vielmehr als eine Kritik an den übermäßig pessimistischen Analysten oder Investoren zu interpretieren, anstatt als Effektsignal für gute Zukunftsaussichten. Sie finden Evidenz, dass diese Kritik von der Analystengemeinschaft nicht aufgenommen sondern zurückgewiesen wird, und sie ihre Rückstufungen nicht zurück ziehen. Neue Investoren, die sich nicht auf die Analystenmeinungen verlassen, schöpfen einen Nutzen daraus, die Aktien richtig zu bepreisen, was die langfristigen Überrenditen in diesem

⁷³ Vgl. Dittmar (2000), S. 348.

Modell erklärt. Zusätzliche Evidenz für ihre Hypothese finden Peyer/Vermaelen (2007) in der Beobachtung, dass dieser Effekt bei kleinen Firmen noch größer ist, da diese nur von wenigen Analysten beobachtet werden, von deren (Fehl-) Urteil viele Investoren abhängen. Bei einem Downgrade eines solchen kleinen Unternehmens fällt der Preis um 10%, was nach der Studie eine klare Überreaktion darstellt.⁷⁴ Nach ihrer Argumentation bleibt als weiteres Motiv für den Aktienrückkauf als Signalling-Instrument festzuhalten:

- Manager veranlassen Aktienrückkäufe, um nach übermäßig pessimistischen Downgrades durch asymmetrisch informierte Analysten den wahren Wert der Aktie zu signalisieren.

3.2.4 Der deutsche Kapitalmarkt

Die Signalling-Hypothese findet in den bisherigen Studien eine hohe analoge Anwendbarkeit auf den deutschen Kapitalmarkt. Gerke/Fleischer/Langer (2001) berichten von Überrenditen von 9% bei Rückkäufen, wo Signalling von Unterbewertung als Motiv genannt wurde. Im Vergleich dazu liegt die Überrendite im Gesamtdurchschnitt bei 6%.⁷⁵ Seifert/Stehle (2003) können diesen Unterschied nicht bestätigen und beobachten sogar, dass Firmen, die keine, andere oder mehrere Gründe nennen, besser abschneiden. Im Durchschnitt finden sie aber auch Überrenditen von ca. 5%.⁷⁶ Pertlwieser (2006) sieht in der bisher umfang- und facettenreichsten Studie über Aktienrückkäufe auf dem deutschen Kapitalmarkt als Hauptankündigungsmotiv auch das Signalling bestätigt, und findet insgesamt durchschnittliche Überrenditen von 5,9%. Der Renditeunterschied zwischen dem deutschen und dem US-amerikanischen Kapitalmarkt, so wird argumentiert, ist der dort höheren Informationseffizienz und damit geringeren Signallingwirkung von Aktienrückkäufen geschuldet. Die geringere Dynamik und Informationseffizienz des deutschen Kapitalmarkts macht für Unternehmen den Aktienrückkauf als Signallinginstrument noch attraktiver.⁷⁷

⁷⁴ Vgl. Peyer/Vermaelen (2007), S. 47.

⁷⁵ Vgl. Gerke/Fleischer/Langer (2001), S. 25f.

⁷⁶ Vgl. Seifert/Stehle (2003), S. 19.

⁷⁷ Vgl. Pertlwieser (2006), S. 222f, 280f, 457ff.

Die grundlegende Funktionsweise des Signallings durch Aktienrückkäufe, wie in den voran gegangenen Abschnitten beschrieben, gilt für beide Kapitalmärkte gleichermaßen. Insgesamt sind die Kurswirkungen von Aktienrückkäufen, wenn man der Mehrzahl der Studien im Durchschnitt denn glauben möchte, maßgeblich auf die Signalling-Hypothese zurück zu führen, wobei die Überrenditen auf dem deutschen Kapitalmarkt mit ca. 5-9% über denen des US-amerikanischen Marktes liegen, wo meist lediglich ca. 3% beobachtet werden.⁷⁸

3.3 Aktienrückkauf zum Liquiditätsabbau

Vom Unternehmen erwirtschaftete Gewinne müssen auf die eine oder andere Weise verwendet werden. Hierfür bietet sich neben Dividendenzahlung auch der Aktienrückkauf an, falls keine internen oder externen Investitionsmöglichkeiten für organisches oder anorganisches Wachstum des Unternehmens mehr gefunden werden können.⁷⁹ Zur Erklärung von Aktienrückkäufen als Ausschüttungsinstrument haben sich zwei eng miteinander verwobene Kernmotive herausgebildet: Einerseits die Free Cash-Flow-Hypothese, nach der die Aktionäre generell verlangen, überschüssige Gewinne auszuschütten, und dafür vom Management das Mittel des Aktienrückkaufs gewählt wird. Die Substitutionshypothese andererseits besagt, dass Aktienrückkäufe speziell im Tausch gegen Dividendenzahlungen eingesetzt werden, da sie mehrere Vorteile gegenüber Dividenden aufweisen. Auch in Bezug auf ihren Rechtsschutz haben unterschiedliche Dividendenmodelle Relevanz: La Porta et al. (2000) stellen zwei Agency-Modelle für Dividenden auf: Im einen sind Dividenden das Ergebnis von Ländern mit gutem rechtlichen Anlegerschutz, wo Minderheits- und Kleinanleger Dividenden vom Unternehmen verbindlich verlangen. Im anderen Modell findet ein Trade-off zwischen Dividenden und Anlegerschutz statt. Schlechte rechtliche Möglichkeiten werden hier für Dividenden, die eine gute Reputation des Unternehmens auf dem Kapitalmarkt aufbauen sollen, substituiert.⁸⁰

⁷⁸ Vgl. Seifert/Stehle (2003), S. 2, S. 19f.

⁷⁹ Vgl. Dittmar (2000), S. 333.

⁸⁰ Vgl. La Porta et al. (2000) S. 27.

3.3.1 Warum Gewinnausschüttung? Das grundlegende Anlegerkalkül

Überschüssige Liquidität – nach Jensen (1986) der Free Cash-Flow⁸¹ – sollte aus Anlegersicht ausgezahlt werden, wenn im Unternehmen keine rentablen Investitionsmöglichkeiten mehr bestehen. Der Anleger bevorzugt es, die Verfügungsgewalt über das ihm zustehende Geld selbst zu bekommen, um die „Entscheidungskompetenz über die Mittelverwendung“⁸² zu besitzen. Falls überschüssige Gewinne nicht ausbezahlt werden, können Agency-Konflikte auftreten, wenn Manager mit dem Geld nicht im besten Sinne der Aktionäre umgehen:

“Managers have incentives to cause their firms to grow beyond the optimal size. Growth increases managers’ power by increasing the resources under their control. It is also associated with increases in managers’ compensation, because changes in compensation are positively related to the growth in sales”⁸³

Ein effektives Mittel zur Vermeidung von Agency-Konflikten aufgrund überschüssiger Gewinne im Unternehmen liegt in der Ausbezahlung:

“Payouts to shareholders reduce the resources under managers’ control, thereby reducing managers’ power, and making it more likely they will incur the monitoring of the capital markets which occurs when the firm must obtain new capital”⁸⁴

Der Kapitalmarkt, von dem nun neues Geld aufgenommen werden muss, hat also eine disziplinierende und kontrollierende Wirkung auf die Manager, die dadurch mehr im Sinne der Aktionäre handeln, als wenn sie das Geld der Aktionäre selbst direkt verwendet hätten.

Fama und French (2001) zeigen für den US-amerikanischen Kapitalmarkt, dass die Gesamtzahl der börsennotierten und Dividenden ausschüttenden Unternehmen von 67% im Jahr 1978 auf 21% im Jahr 1999 gesunken ist. Sie sehen die Ursache nicht direkt in der Substitution durch Aktienrückkäufe begründet, sondern bemerken, dass sich auch das Wesen der gelisteten Unternehmen hin zu mehr und mehr kleinen, wachstumsgeprägten Unternehmen verändert hat, welche sowieso weniger wahrscheinlich Dividenden zahlen. Dennoch belegen

⁸¹ Vgl. Jensen (1986), S. 323.

⁸² Schremper (2002), S. 73.

⁸³ Jensen (1986), S. 323.

⁸⁴ Ebd.

sie eine generelle Tendenz, dass der Nutzen von Dividenden abgenommen hat. Diese Entwicklung erklären sie mit drei Faktoren: a) den geringeren Transaktionskosten von Publikumsanlegern, wenn sie ihre Aktien zu Konsumzwecken verkaufen, b) die steigende Verbreitung von Aktienoptionsplänen, die Manager dazu verleiten, Kursgewinne gegenüber Dividendenzahlungen vorzuziehen und c) bessere Corporate Governance, die den Nutzen von Dividendenzahlungen zur Kontrolle (bzw. zur Kompensation) der Agency-Konflikte zwischen Management und Aktionären verringert.⁸⁵ Zwar argumentieren sie, werden Aktienrückkäufe ohnehin eher von jenen Unternehmen durchgeführt, die sowieso schon Dividenden auszahlen, und damit die Gesamtausschüttung noch weiter erhöhen.⁸⁶ Andererseits kann die steigende Popularität von Aktienrückkäufen wissenschaftlich wie praktisch eindeutig beobachtet werden. Erklärungsansätze hierfür liefern die beiden nachfolgend dargestellten Hypothesen.

3.3.2 Die Free Cash-Flow-Hypothese

Der aufgezeigte Agency-Konflikt über die Verwendung der überschüssigen Mittel (Gefahr der Verschwendung durch die Manager; Wunsch der Aktionäre nach Ausschüttung) kann, wie gezeigt, dadurch gelöst werden, dass sie den Aktionären zurück geführt werden. Die Free Cash-Flow-Hypothese besagt, dass Aktienrückkäufe, die eine Ausschüttung von liquiden Mitteln darstellen, damit begründet werden können. Lintner (1956)⁸⁷ sowie Marsh und Merton (1987)⁸⁸ haben in ihren Aufsätzen die Grundpfeiler der wissenschaftlichen Untersuchung vom Dividendenzahlungsverhalten von Unternehmen aufgebaut: Unternehmen haben demnach langfristige Dividendenziele, die bei ausgewachsenen Firmen höher sind, als bei Wachstumsunternehmen, da dort der Free Cash-Flow wieder in neue Sonderprojekte investiert wird. Das Hauptaugenmerk der Dividendenpolitik liegt des Weiteren weniger auf dem absoluten Wert als auf Schwankungen in der Dividendenhöhe. Dividendenanpassungen folgen langfristigen Entwicklungen und außerplanmäßige Gewinne werden meist nicht

⁸⁵ Vgl. Fama/French (2001), S. 40.

⁸⁶ Vgl. Ebd., S. 35.

⁸⁷ Vgl. Lintner (1956), S. 97ff.

⁸⁸ Vgl. Marsh/Merton (1987), S. 37.

ausgeschüttet. Außerdem müssen Manager besondere Vorsicht walten lassen, wenn Dividenden gekürzt werden müssen, da dies einen hohen Reputationsverlust auf dem Kapitalmarkt implizieren kann.⁸⁹ Dividendenzahlungen, wenn sie überhaupt stattfinden, werden daher generell stabil gehalten.⁹⁰ Nicht zuletzt Jagannathan, Stephens, Weisbach (2000) erweitern diese Argumentation um einen neuen, empirisch von ihnen belegten Punkt: Firmen kaufen Aktien zurück, wenn sie überschüssige liquide Mittel angesammelt haben oder ihre Kapitalstruktur ändern möchten, und (überschüssiges) Eigenkapital durch Fremdkapital substituieren wollen.⁹¹

Nach Dittmar (2000) können zwei Gründe für den Vorzug des Aktienrückkaufs über eine Dividendenerhöhung oder die Zahlung einer Sonderdividende ausschlaggebend sein: Einerseits geht das Unternehmen beim Rückkauf über den offenen Markt keine Verpflichtung ein, dies auch tatsächlich durchzuführen, sondern bleibt flexibel, einen HV-Beschluss auch wirklich umzusetzen. Andererseits erwachsen, wie gezeigt, aus einem Aktienrückkauf keine expliziten oder impliziten Erwartungen der Aktionäre und des Kapitalmarkts, dass diese Ausschüttungsmaßnahme wiederholt wird.⁹² Der Zusammenhang von Aktienrückkäufen und überschüssigem Kapital, das abgebaut werden soll (Free Cash-Flow-Hypothese), wird in selbiger Studie belegt. Gleichzeitig wird jedoch auch gezeigt, dass rückkaufende US-amerikanische Firmen nicht Dividendenzahlungen durch Aktienrückkäufe substituieren, sowie, dass Rückkaufentscheidungen unabhängig von steuerlichen Überlegungen getroffen werden.⁹³ Dies widerspricht den Begründungen im nachfolgenden Abschnitt. Da die Theorien und Erklärungsansätze für Aktienrückkäufe generell stark umstritten sind, und andere Studien den Substitutionstatbestand sehr wohl auch empirisch bestätigt sehen, so z.B. Grullon und Michaely (2002), sei dieser Sachverhalts im folgenden Abschnitt kurz erläutert.

⁸⁹ Vgl. auch Brealey/Myers/Allen (2006), S. 418.

⁹⁰ Vgl. Lüken (2004), S. 71.

⁹¹ Vgl. Jagannathan, Stephens, Weisbach (2000), S. 355.

⁹² Vgl. Dittmar (2000), S. 333.

⁹³ Vgl. Ebd., S. 349ff.

Gleich, welcher Argumentationslinie man sich anschließt, bleibt als Motiv für die Rückkaufentscheidung durch Manager festzuhalten:

- Durch die Agency-Kosten für überschüssige Liquidität (liquide Mittel müssen abgebaut werden) und die Allokationseffizienz des Kapitalmarkts, die Aktionäre ein Interesse daran haben lässt, überschüssige Gewinne selbst zu bekommen, gleichzeitig aber die Dividendenkontinuität gewahrt werden muss, entscheiden sich Manager für Aktienrückkäufe.

Umfangreiche empirische Belege der verschiedensten Autoren sprechen für die Free Cash-Flow-Hypothese auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt, und auch auf dem deutschen lassen sich klare Indizien finden, dass dieses Motiv für Unternehmen Relevanz hat.

3.3.3 Die Substitutionshypothese: Rückkäufe statt Dividenden

In der Wissenschaft, vornehmlich auf den US-amerikanischen Kapitalmarkt bezogen, hat sich in den 1960-er Jahren eine lebhafte Debatte darüber entwickelt, welchen Einfluss die Ausschüttungspolitik auf den Unternehmenswert hat. Die konservative Seite vertritt die Meinung, dass Dividendenzahlungen den Firmenwert erhöhen, weil sie den Aktionär besser stellen. Im Lager auf der anderen Seite wird behauptet, dass der Firmenwert sinkt, weil Geld aus dem Unternehmen abfließt. Die dritte Meinung, dass Ausschüttungen keinen Einfluss auf den Unternehmenswert haben, wurde von Miller und Modigliani⁹⁴ ab 1961 vertreten, und hat sich heutzutage als herrschende Meinung weitgehend durchgesetzt. Indem sie die Distributionspolitik des Gewinns verändern, können Manager den Wert ihres Unternehmens nicht beeinflussen. Vor diesem Hintergrund erscheint die Frage, ob Dividenden oder Aktienrückkäufe aus einer Shareholder-Value-Perspektive vorteilhafter sind, obsolet.

Die Substitution von Dividendenzahlungen durch Aktienrückkäufe kann aber ein gemeinsames Motiv von Aktionären und Management sein, in welchem der Agency-Konflikt gelöst wird, da sich dieser Austausch auf beide Seiten vorteilhaft auswirkt: Zum einen besteht bei einem Aktienrückkauf die große Flexibilität,

⁹⁴ Vgl. hierzu grundlegend Miller/Modigliani (1961), S. 431.

wann und wie viel ausgeschüttet werden soll. Es kann sogar zu einem strategisch definierten Zeitpunkt per Aktienrückkauf ausgeschüttet werden, und später der Vorgang durch die Wiederausgabe rückgängig gemacht werden. Das gibt dem Unternehmen eine hohe Flexibilität hinsichtlich seiner Gewinn- und Finanzierungsstruktur. Auf Seiten des Aktionärs wiederum existiert eine hohe steuerliche Vorteilhaftigkeit von Aktienrückkäufen gegenüber Dividenden. Was beim Aktionär jeweils ankommt, hängt stark von den unterschiedlichen Steuersystemen der Länder ab. Von einer Geldeinheit Kursgewinn sind es in Deutschland 46%, in den USA 53%. Im Gegensatz dazu werden Dividenden in beiden Ländern wesentlich höher besteuert: In Deutschland kommen effektiv 39% beim Aktionär an, in den USA nur 31%. Die wesentlich höhere Differenz zeigt, dass die Substitution von Dividenden durch Aktienrückkäufe aus Aktionärssicht in den USA noch deutlich attraktiver ist, als in Deutschland. In beiden Ländern aber stellt sie einen ernst zu nehmenden Anreiz auf die Aktionäre dar, einen Aktienrückkauf willkommen zu heißen.⁹⁵

Die Manager selbst haben zusätzlich noch einen weiteren, eigennützigen Grund, Dividenden durch Aktienrückkäufe zu ersetzen: Die allgemein positiven Kurseffekte von Aktienrückkäufen im Gegensatz zu der relativen Effektivlosigkeit von Dividendenzahlungen können Aktienoptionsprogramme einlösbar machen (siehe auch den nachfolgenden Abschnitt).

Als Motiv der Substitutionshypothese für die Manager bleibt festzuhalten:

- Durch die höhere Flexibilität in der Ausschüttung, die Steuervorteile für die Aktionäre und die positiven Kurseffekte, die Aktienoptionsprogramme ins Geld führen können, entscheiden sich Manager für Aktienrückkäufe im Austausch gegen Dividendenzahlungen.

3.4 Aktienrückkauf und Aktienoptionsprogramme

Neben den vorhergehend erläuterten, traditionellen Motiven zum Aktienrückkauf erscheint eine weitere Entwicklung interessant, die mit der enormen Zunahme von Aktienrückkäufen in den USA in den 1990er Jahren einhergeht. Durch gro-

⁹⁵ Vgl. La Porta et al. (2000), S. 28f.

ße Veränderungen in den Lohnstrukturen amerikanischer Unternehmen haben Aktienoptionsprogramme enorm an Popularität gewonnen. So wuchs der Wert der amerikanischen Aktienoptionsprogramme insgesamt von \$8,9 Mrd. auf \$45,6 Mrd. im Zeitraum von 1992 bis 1997, ein Zuwachs um 412%.⁹⁶ Diese Veränderungen in der Lohnpolitik legen die Vermutung nach einem Zusammenhang mit der Ausschüttungspolitik nahe, der in unterschiedlichen empirischen Studien für den US-amerikanischen Kapitalmarkt bestätigt wurde. Für den deutschen Kapitalmarkt wurden Studien dieser Art bisher nicht, oder nur in sehr begrenztem Umfang, durchgeführt. Vor dem Hintergrund, dass sowohl der Aktienrückkauf als auch Aktienoptionsprogramme erst zum Ende der 1990er-Jahre in Deutschland eingeführt wurden, erscheint dies aber kaum verwunderlich.

Da die Grundlagen im zweiten Teil der Arbeit bereits angelegt worden sind, sei von einer detaillierteren Darstellung der Wirkung von LTI-Programmen im Principal-Agent-Verhältnis zwischen Aktionären und Managern an dieser Stelle abgesehen.

3.4.1 Der Einfluss von Mitarbeiteroptionen auf die Rückkaufentscheidung

In der amerikanischen Literatur wird der Aktienrückkauf zur Finanzierung von Optionsprogrammen als „Option-funding hypothesis“ bezeichnet. Wie im nachfolgenden Abschnitt ausführlicher gezeigt wird, können Aktienoptionsprogramme auf zwei unterschiedliche Varianten finanziert werden: Entweder durch die Ausgabe neuer Aktien (was zu einer Verwässerung der bestehenden Aktien führt) oder durch eigene Aktien im Bestand, die entweder bereits erworben wurden oder im Zuge eines Aktienrückkaufprogramms bei Bedarf vom offenen Markt gekauft werden. Das Problem der Verwässerung des Gewinns je Aktie (Earnings per share, EPS) würde in einem klassischen Modell der Unternehmensfinanzierung keine Rolle spielen, doch hat die Praxis die Wissenschaft eines Besseren belehrt. Vorrangig Analysteneinschätzungen und die öffentlichen Medien üben Druck auf die Unternehmen aus, die EPS-Kennzahl nicht sinken zu lassen. Eine Verwässerung kann jedoch schnell genau diesen An-

⁹⁶ Vgl. Kahle (2002), S. 236.

schein erwecken, auch wenn sie dies gar nicht darstellt.⁹⁷ Des Weiteren könnte das Unternehmen eine bestimmte Kapitalstruktur anstreben, die gegen die Ausgabe weiterer Aktien spricht, bzw. könnte in anderen Ländern als den USA der rechtliche Rahmen einer bedingten Kapitalerhöhung im Wege stehen.⁹⁸

Die „Substitution hypothesis“ unterstellt, dass Manager, die über die Verwendung von Gewinnen befinden können, aus Eigennutz Rückkäufe gegenüber Dividenden vorziehen. Gegenüber dem Motiv, einen Aktienrückkauf durchzuführen, um Liquidität abzubauen, steht dahinter in diesem Fall aber ein Kalkül der persönlichen Nutzenmaximierung, das in Aktienoptionsplänen des Managements begründet ist. Der Wert eines Aktienoptionsplans wird durch die Ausschüttungsentscheidung zwischen Dividenden und Aktienrückkäufen erheblich beeinflusst.⁹⁹ Gegenüber Dividenden, bei denen der Aktienkurs nach Meinung des eher linken Lagers der Finance-Forschung theoretisch sinkt, haben Rückkäufe diesen finanzierungstheoretischen Effekt nicht. Die Manager – in Deutschland meist Vorstandsmitglieder, in den USA Angehörige des Board of Directors – werden durch ihre Aktienoptionspläne zusätzlich dazu motiviert, einen steigenden Aktienkurs durch die Entscheidung zum Aktienrückkauf herbeizuführen. Steht der Ausübungszeitpunkt nahe bevor, so hat der Reiz der Ankündigungswirkung einen weiteren Effekt auf die verantwortlichen Manager, im Zweifelsfall auch nicht nachhaltig zu handeln und einen Aktienrückkauf alleine deshalb durchzuführen, um mit einem kurz- oder mittelfristigen Kurseffekt die eigenen Aktienoptionen „in-the-money“ zu bringen. Eine hohe Zahl ausstehender Aktienoptionen der Manager führt so zu einem nachgewiesenen Anstieg der Rückkaufwahrscheinlichkeit.¹⁰⁰ Der Zusammenhang zwischen Aktienrückkäufen und -optionsprogrammen wurde von Kahle (2002) für US-amerikanische Unternehmen im Zeitraum von 1993-1996 umfassend empirisch bewiesen, wobei Unterstützung für zwei hauptsächliche Hypothesen über den Zusam-

⁹⁷ Vgl. Kahle (2002), S. 240.

⁹⁸ Vgl. Ebd., S. 241.

⁹⁹ Mit Hilfe des Black-Scholes-Optionspreismodells lässt sich beispielsweise zeigen, dass der Wert einer 10-Jahres Call-Option im Rahmen eines Aktienoptionsprogramms auf eine Aktie mit 30% jährlicher Volatilität ohne Dividende doppelt so hoch ist wie der Wert einer vergleichbaren Aktie mit 4% Dividende. Vgl. hierzu Vermaelen (2005), S. 47.

¹⁰⁰ Vgl. Kahle (2002), S. 242 und S. 260.

menhang von Rückkauf und Optionsprogramm gefunden wird:¹⁰¹

- Die Durchführung von Aktienrückkäufen wird von Managern entschieden, um Aktienoptionsprogramme finanzieren zu können und Verwässerungseffekte zu vermeiden (Option-funding hypothesis), da sie dies zum Erreichen ihrer Unternehmensziele benötigen.
- Aktienrückkäufe werden vom Management beschlossen, um keine Dividende auszahlen zu müssen, und trotzdem Geld an die Aktionäre ausschütten zu können, da Dividenden den Wert möglicher Aktienoptionspläne des Managements mindern können.

Nach der Unterstützung beider Hypothesen findet Kahle (2002) ergänzend heraus, dass Aktienoptionen des obersten Managements zwar, wie gezeigt, einen positiven Einfluss auf die Rückkaufentscheidung haben, die Menge der tatsächlich zurück gekauften Aktien davon aber unbeeinflusst bleibt, und nur von der Gesamtzahl der Aktienoptionen aller Mitarbeiter des Unternehmens beeinflusst wird. Dies unterstreicht, dass der Ankündigungseffekt von Aktienrückkäufen, mit welchem kommunizierten Motiv und aus welchem wirklichen Motiv auch immer, im Vordergrund steht, und nicht der wirkliche Rückkauf selbst. Diese Ergebnisse werden damit untermauert, dass die Ankündigungswirkung eines Aktienrückkaufs auf den Kurs von Unternehmen, die größere Aktienoptionsprogramme haben, kleiner ausfällt. Dies zeigt, dass der Markt den propagierten oder intendierten Rückkaufgrund „Finanzierung eines Aktienoptionsprogramms“ versteht, und dies daher nicht im selben Maße belohnt, wie beispielsweise ein Signalling von Unterbewertung.¹⁰²

3.4.2 Die Finanzierung von Aktienoptionsprogrammen

In der deutschen Unternehmenspraxis dominiert die Finanzierung von Aktienoptionsprogrammen, die die häufigste Form von Long-Term Incentives (LTI) in

¹⁰¹ Vgl. Kahle (2002), S. 238.

¹⁰² Außerdem wird im selben Kontext gezeigt, dass Rückkäufe in Unternehmen mit einem geringen Kurs-Buchwert-Verhältnis (was als ein Hinweis auf als gering eingeschätzte Wachstumsmöglichkeiten gewertet werden kann), hohem Free Cash-Flow und geringen Kapitalkosten wahrscheinlicher sind. Vgl. hierzu Kahle (2002) S. 238.

Deutschland darstellen, durch die Schaffung von bedingtem Kapital.¹⁰³ Das Aktiengesetz sieht dies durch Zustimmungs- oder Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung im § 192 (2) Nr. 3 vor, verbunden mit einem Maximalbetrag von 10% des Grundkapitals, der im Absatz 3 des selben Paragraphen festgeschrieben ist. Grund hierfür ist, dass bei einer bedingten Kapitalerhöhung ein Verwässerungseffekt für alle Altaktionäre eintritt, der hiermit begrenzt werden soll.¹⁰⁴

Weisbenner (1998) zeigt theoretisch und beweist empirisch, dass Aktienrückkäufe zur Finanzierung von Aktienoptionsprogrammen deshalb gegenüber bedingtem Kapital vorgezogen werden, weil der Verwässerungseffekt auf die EPS-Kennzahl vom Kapitalmarkt (über-) stark sanktioniert wird.¹⁰⁵ Für große Unternehmen mit relativ hohem ausgegebenem Grundkapital wären Mitarbeitervergütungen im Zuge von Aktienoptionsprogrammen von mehr als 10% der momentanen Marktkapitalisierung ohnehin enorm hoch und nach momentanem Stand der Gesetzgebung und Marktpraxis unrealistisch.

Wie bereits gezeigt, ist durch das KonTraG der Erwerb eigener Aktien in Deutschland erheblich erleichtert worden. Die Managementvergütung in aktienbasierter Form ist seit 1996 – also im gleichen Zeitraum wie die Entstehung des KonTraG – einhergehend mit der Diskussion um das Shareholder-Value-Konzept in Deutschland wichtig geworden.¹⁰⁶ Zwar dominiert die Finanzierung von Aktienoptionsprogrammen in Deutschland durch bedingtes Kapital, zusätzlich lassen sich jedoch die meisten Unternehmen einen Hauptversammlungsbeschluss zum Erwerb eigener Aktien geben, um durch den Aktienrückkauf einen Bestand eigener Anteile zur Ausgabe an die Mitarbeiter anzulegen. Darüber hinaus ist eine Finanzierung von „unechten“ Aktienoptionsprogrammen über Phantom-Pläne oder Wertsteigerungsrechte¹⁰⁷ möglich, besitzt aber keine

¹⁰³ Vgl. Kramarsch (2004), S. 51f, S. 235f.

¹⁰⁴ Vgl. Ebd., S. 51.

¹⁰⁵ Vgl. Weisbenner (2000), S. 25ff.

¹⁰⁶ Vgl. Kramarsch (2004), S. 48.

¹⁰⁷ Wertsteigerungsrechte (Stock Appreciation Rights, SARs) werden aus dem Personalaufwand ergebniswirksam bedient und stellen eine Geldzahlung, gekoppelt an den Aktienkurs, dar, ohne durch echte Aktien bedient zu werden. Phantom-Pläne sind für nicht-börsennotierte Unternehmen interessant, da sie ebenfalls eine Geldzahlung darstellen, die jedoch nicht an einem

hohe Relevanz, da die Mittel hierfür ergebniswirksam aus dem laufenden Personalaufwand aufgebracht werden müssen. In Deutschland besitzt vor allem die Kombination aus bedingtem Kapital und dem Erwerb eigener Aktien eine hohe Relevanz. Von den DAX 30-Unternehmen hatten im Jahr 2004 alle bis auf eines LTI-Programme im Einsatz, die zu 43% aus der Kombination von bedingtem Kapital und dem Erwerb eigener Aktien, zu 26% nur aus bedingtem Kapital, zu 11% nur aus dem Erwerb eigener Aktien, und zu 20% aus dem ergebniswirksamen Personalaufwand finanziert werden.¹⁰⁸ Dies zeigt, dass der Aktienrückkauf zur Finanzierung von Aktienoptionsplänen in Deutschland eine hohe Relevanz besitzt.

Wie erwähnt, sind in den USA Aktienoptionspläne sehr viel populärer, wohl auch wegen einer generell höheren Verbreitung und längerer Erfahrung mit LTI-Programmen. Laut Kramarsch (2004) nutzen dabei 86% der Unternehmen, die LTI-Programme einsetzen, ausschließlich oder kombiniert Aktienoptionsprogramme, wobei 45% der amerikanischen Unternehmen mehrere LTI-Typen kombinieren.

3.5 Aktienrückkauf als M&A-Instrument

Der Erwerb eigener Aktien kann auch als Mittel im „Market for Corporate Control“ eingesetzt werden. Studien zeigen, dass dieses Motiv vor allem im US-amerikanischen Umfeld immer wieder Anwendung fand und findet, und auch in Deutschland einen hohen Stellenwert besitzt. In einer Studie des Deutschen Aktieninstituts von 1999, also nur ein Jahr nach der Liberalisierung der deutschen Rückkaufgesetzgebung, nannten 20 von 67 Unternehmen den Aufbau eines Bestands eigener Aktien als Akquisitionswährung als wichtigsten Grund für die von ihnen eingeholten Ermächtigungen der Hauptversammlung.¹⁰⁹ Bei der Auswertung der Ad-hoc-Meldungen deutscher Aktiengesellschaften über Aktienrückkäufe nannten im Zeitraum von 1998 bis 2003 sogar 51% der Unter-

marktlichen Aktienkurs bemessen werden kann. Dieser Kurs muss erst über den Unternehmenswert berechnet werden, wofür unterschiedliche Verfahren zur Verfügung stehen. Vgl. hierzu Kramarsch (2004), S. 142ff.

¹⁰⁸ Vgl. Kramarsch (2004), S. 232ff.

¹⁰⁹ Vgl. DAI (1999), S. 10.

nehmen den Aufbau von Akquisitionswährung als Erwerbsmotiv.¹¹⁰

Zur Abwehr feindlicher Übernahmen kann der Aktienrückkauf ebenso eingesetzt werden, wobei hier eine Unterscheidung zwischen dem Fall, dass eine konkrete Übernahme droht, und der generellen Übernahmegefährdung getroffen werden muss. Im letzteren Fall wird durch den Aktienrückkauf Liquidität abgebaut, jedoch mit einem anderen Hintergedanken, als es bei der Ausschüttungsentscheidung zwischen Dividende und Rückkauf der Fall wäre: Hohe Liquidität macht ein Unternehmen als Übernahmeobjekt attraktiv, weil der Kaufpreis zum Teil aus den mit übernommenen liquiden Mitteln wieder hereingeholt werden kann. Zusätzlich erhöhen sich dadurch der Anreiz einer fremdfinanzierten Übernahme, und damit die generelle Übernahmegefahr. Ist eine Übernahmeschlacht erst einmal eröffnet, so kann der Kaufinteressent unter Umständen durch den Rückkauf der Aktien mit einer hohen Prämie (Greenmail) zur Aufgabe bewegt werden.

3.5.1 Eigene Aktien als Akquisitionswährung

Um Wachstumsziele des Unternehmens zu erreichen, sind Akquisitionen ein geeignetes und zeitgemäßes Mittel. Durch tendenziell immer größere Unternehmenszusammenschlüsse werden auch neue Finanzierungsformen nötig. Diese Akquisitionen können oftmals durch die Bezahlung mit eigenen Aktien finanziert werden, die geeigneter Weise von den Aktionären zurück erworben wurden, da eine Kapitalerhöhung zum Füllen der Kriegskasse mit eigenen Aktien sehr hohe Transaktionskosten beinhaltet.¹¹¹ Neben der Finanzierung großer Fusionen (sog. Mergers of Equals) eignet sich dieses Mittel aus unterschiedlichen Gründen aber auch für kleinere Transaktionen gut: Obwohl dies auf die Liquidität des Käufers denselben Einfluss erwirkt, müssen durch die Bezahlung in Aktien weniger Steuern gezahlt werden. Dies wiederum hat direkte Konsequenzen auf den Gesamtpreis der Akquisition.¹¹² Außerdem ist die Finanzierung sehr großer Transaktionen aus Barmitteln oftmals kaum mehr möglich, weshalb es international üblich geworden ist, eigene Aktien für die Bezahlung

¹¹⁰ Vgl. Pertlwieser (2006), S. 89.

¹¹¹ Vgl. Ebd., S. 45.

¹¹² Vgl. Gerke/Fleischer/Langer (2001), S. 6.

einzusetzen.¹¹³

Für das Management des eigene Aktien erwerbenden Unternehmens lässt sich die Motivation folgendermaßen zusammenfassen:

- Die eigenen Ziele der Manager werden bei einer gut stabilisierten Principal-Agent-Beziehung dann erreicht, wenn die Unternehmensziele erreicht werden. Das Unternehmensziel „Wachstum“, das jeder Aktionär im Regelfall gleichsam teilt, kann durch Akquisitionen erreicht werden, die geeigneter Weise mit eigenen Aktien finanziert werden.

Obwohl eine hohe generelle Relevanz für dieses Motiv in Deutschland wahrnehmbar ist, wie die oben genannten Studien zeigen, bestehen für die Finanzierung von Großfusionen keine guten Voraussetzungen, da 10% der eigenen Aktien hierfür kaum ausreichen dürften. Pertlwieser (2006) findet bei der empirischen Analyse des deutschen Aktienmarktes kaum Unterstützung für die praktische Relevanz dieses Erwerbsmotivs.¹¹⁴ Es drängt sich der Verdacht auf, als ob der Aufbau von Akquisitionswährung als Motiv für einen Aktienrückkauf in Ad-hoc-Meldungen vorgeschoben wird, da oftmals keine konkreten Akquisitionen anstehen und daher keine Aussage des Managements darüber getroffen wird, was mit den Aktien wirklich geschehen soll.

3.5.2 Aktienrückkauf als präventive Übernahmeabwehr

Falls dem Unternehmen eine generelle Übernahmegefahr droht, so kann diese vom Management auf unterschiedliche Weise verringert werden. Der Aktienrückkauf kann hierbei mehrere Effekte erreichen, die im Einklang wirken. Haupteffekt der Strategie, eine Übernahmegefahr durch den Erwerb eigener Aktien einzudämmen ist, dass ein potenzielles Target seine Liquidität abbauen kann, gleichzeitig aber auch bei fremdfinanzierten Aktienrückkäufen der Verschuldungsgrad erhöht werden kann, was einen weiteren negativen Einfluss auf den Kaufpreis und die Übernahmegefahr hat.¹¹⁵ Überschüssige Aktiva verleiten einen möglichen Käufer dazu, einen höheren Preis zu zahlen oder mit erhöhtem

¹¹³ Vgl. Johannsen-Roth (2001), S. 44.

¹¹⁴ Vgl. Pertlwieser (2006), S. 442.

¹¹⁵ Vgl. Johannsen-Roth (2001), S. 48.

Fremdkapital einen Leveraged Buyout durchzuführen.¹¹⁶ Der im Allgemeinen eintretende positive Kurseffekt durch den Aktienrückkauf trägt ein Übriges dazu bei, die Übernahmeattraktivität zu verringern. Dies geht einher mit den Ergebnissen einer Studie von Bagwell (1991) für den US-amerikanischen Kapitalmarkt, die zeigt, dass die steigende Angebotskurve von Aktien¹¹⁷ bei heterogenen Aktionären hinsichtlich ihrer Reservationspreise dazu ausgenutzt werden kann, die Aktionäre mit der höchsten Verkaufswahrscheinlichkeit bei einem niedrigen Angebot eines möglichen Käufers im Vorfeld selbst auszukufen. Die Chancen für eine erfolgreiche Senkung der Übernahmewahrscheinlichkeit durch den Erwerb und Einzug eigener Aktien steigen, wenn die Heterogenität der Aktionäre groß und der private Kontrollnutzen eines Wertpapiers für den Aktionär klein sind.¹¹⁸ Hinzu kommt die Möglichkeit, durch privat ausgehandelte Aktienrückkäufe mit einer gewissen Prämie Anteile von Investoren zurück zu erwerben, von denen vermutet wird oder bekannt ist, dass sie ihre Anteile bei einem guten Angebot eines feindlichen Bieters verkaufen würden.¹¹⁹ Empirische Belege für den US-amerikanischen Kapitalmarkt finden sich u.a. bei Dittmar (2002), die eine signifikante Korrelation zwischen M&A-Aktivitäten Mitte bis Ende der 1980er-Jahre und in einigen Phasen der 1990er-Jahre und Aktienrückkäufen feststellt.¹²⁰

Die Motivation der Manager, einer feindlichen Übernahme entgegen zu wirken, liegt auf der Hand: Oftmals verlieren sie Einfluss, werden neuen, weniger interessanten Funktionen untergeordnet, in der Hierarchie herabgestuft oder werden gar ganz entlassen.¹²¹ Zusammenfassend lässt sich daher sagen:

- Manager initiieren bei allgemeiner drohender Übernahmegefahr Aktienrückkäufe, um den Preis für ihr Unternehmen, u.a. durch Auskaufen der Aktionäre mit dem niedrigsten Reservationspreis, zu erhöhen, das eige-

¹¹⁶ Vgl. Gerke/Fleischer/Langer (2001), S. 7.

¹¹⁷ Vgl. Dittmar (2000), S. 335.

¹¹⁸ Vgl. Bagwell (1991), S. 84.

¹¹⁹ Vgl. Schremper (2002), S. 104.

¹²⁰ Vgl. Dittmar (2000), S. 349.

¹²¹ Vgl. Shleifer/Vishny (1986), S. 293.

ne Unternehmen allgemein unattraktiver zu machen, und damit die Übernahmegefahr zu senken.

Insgesamt ist die Relevanz von feindlichen Übernahmen in Deutschland geringer als in den USA, wo auf dem Markt für Unternehmenskontrolle schon sehr viel länger mit Unternehmen und Großanteilen gehandelt wird.¹²² Von dort stammen auch die Erfahrungen mit Aktienrückkäufen zur Abwehr potenzieller Übernahmegefahr. Wird sich aber der Markt für Unternehmenskontrolle in Deutschland verschärfen, so steht wieder die 10%-Regel einer umfassenden und sinnvollen Nutzung des Instruments Aktienrückkauf zur Übernahmeabwehr im Wege. Zwar müssen laut Bagwell (1991) nicht zwangsweise besonders viele Aktien zurück gekauft werden, um den Preis in die Höhe zu treiben und eine Übernahme unattraktiv zu machen¹²³, doch ist der Handlungsspielraum klar beschränkt.

3.5.3 Greenmail als operative Übernahmeabwehr

Der Begriff Greenmail¹²⁴ bezeichnet eine spezielle Form des privat ausgehandelten Aktienrückkaufs zur Abwehr einer drohenden Übernahme. Mit einem meist erheblichen Prämienaufschlag kauft das Zielunternehmen vom Bieter seine Aktien zurück, um den Übernahmever such abzuwenden. Zusätzlich werden regelmäßig Stillhalteabkommen getroffen, in denen der Bieter für einen gewissen Zeitraum zusagt, keine weiteren Übernahmever suchte zu unternehmen.¹²⁵

Shleifer und Vishny (1986) argumentieren in ihrer Studie, dass der Wille des Managements zur Zahlung von Greenmail und der damit verbundene Aktienrückkauf nicht notwendiger Weise im Konflikt mit den Zielen der Aktionäre liegen muss. Diese Position wurde mit der Begründung, dass Manager ihren eigenen Verbleib an der Macht durch die Abwehr einer Übernahme mit Greenmail verlängern wollen, davor in der Literatur weitgehend vertreten, und auch immer

¹²² Vgl. Pertlwieser (2006), S. 149.

¹²³ Vgl. Bagwell (1991), S. 84.

¹²⁴ Das Wort ist ein künstliches Gebilde aus den beiden englischen Wörtern „Greenback“, ein umgangssprachlicher Begriff für die grünen Dollarnoten, und „Blackmail“ (Erpressung).

¹²⁵ Vgl. Johannsen-Roth (2001), S. 50; Shleifer/Vishny (1986), S. 293.

wieder durch empirische Ergebnisse untermauert.¹²⁶ Die beiden Autoren stellen fest, dass die Kurseffekte nach Greenmail-Transaktionen immer negativ sind, dadurch jedoch den Aktionären nicht zwangsläufig ein Schaden entstehen muss, den das Management verschuldet hätte. Die wirkliche Information, die Greenmailzahlungen transportieren, ist nach ihrer Argumentation eine andere: Das Unternehmen ist aus sich selbst heraus zu schwach, als dass es der feindlichen Übernahme trotzen könnte. Dies sind negative Insiderinformationen, die an den Markt gegeben werden, und in den Kurs einfließen; ihn sogar zum Fallen bringen. In einer realistischeren Kursbildung mit sinkenden Informationsasymmetrien zwischen Management und Aktionären kann nach Shleifer/Vishny (1986) kein Nachteil für langfristig orientierte Aktionäre liegen.¹²⁷

Die spezifische Motivation des Managements zum Rückkauf eigener Aktien von einem feindlichen Bieter ist vor diesem Hintergrund geklärt: Greenmail kann ein effektives, wenn auch teures Instrument darstellen, einen Übernahmeversuch abzuwehren. Aus einer generellen Betrachtung des Rückkaufs eigener Aktien im Rahmen von M&A-Aktivitäten bleibt daher festzuhalten:

- Manager veranlassen Aktienrückkäufe, um Greenmail bei einer bestehenden konkreten Übernahmegefahr finanzieren zu können. Dies kann sowohl im Gesamtinteresse des Unternehmens (und damit der Aktionäre) geschehen, als auch durch das eigene Motiv des Machterhalts beeinflusst sein.

Die Praxis des Greenmailings hat sich vor allem in den USA, wenn auch nur gelegentlich, herausgebildet, besitzt für den deutschen Kapitalmarkt aktuell aber wohl kaum Bedeutung. Einerseits ist der deutsche Markt für Unternehmensübernahmen bei weitem nicht so aktiv und weit entwickelt, wie der US-amerikanische, andererseits bestanden relativ stabile Überkreuzbeteiligungen (Deutschland AG) und langfristig orientierte Großinvestoren dominierten das Bild. Mit Beginn des 21. Jahrhunderts scheint diese Sicherheit abzunehmen, womit die Relevanz für Abwehrstrategien gegen Übernahmen steigt. Fraglich ist

¹²⁶ Vgl. Shleifer/Vishny (1986), S. 293.

¹²⁷ Vgl. Ebd., S. 308.

aber auch, ob Greenmailing, genauso wie der generelle präventive Rückkauf, welcher im vorigen Abschnitt beschrieben wird, in Deutschland aufgrund der momentan geltenden 10%-Schranke überhaupt effektiv eingesetzt werden können.¹²⁸

3.6 Aktienrückkauf zur Kapitalstrukturgestaltung

Durch Aktienrückkäufe können vor allem zwei Kennzahlen der Kapital- und Gewinnstruktur eines Unternehmens beeinflusst werden. Diesem Motiv kommt in der Literatur zu Aktienrückkäufen, sowohl über die Gründe als auch über die Kurseffekte, unterschiedliche Bedeutung zu. In der Analyse der Probleme der Principal-Agent-Beziehung zwischen Managern und Aktionären beim Aktienrückkauf ist es aber generell nicht zu vernachlässigen. Durch einen Aktienrückkauf kann sowohl der Fremdkapitalanteil am Unternehmen erhöht werden, als auch der Gewinn je Aktie verändert werden.

3.6.1 Aktienrückkauf zur Veränderung des Fremdkapitalanteils

Diesem Motiv zugrunde gelegt ist die Annahme, dass das Unternehmen eine optimale Kapitalstruktur erreichen kann, die durch ein bestimmtes Mischverhältnis von Eigenkapital und Fremdkapital dargestellt wird. Wichtigste Triebkraft hierbei sind die Fremdkapitalzinsen, die, wenn sie unterhalb der gewichteten durchschnittlichen Gesamtkapitalkosten (Weighted average cost of capital, WACC) liegen, eine Erhöhung des Fremdkapitalanteils attraktiv machen. Zwar ist nach dem Irrelevanztheorem nach Miller und Modigliani die Kapitalstruktur aus Aktionärssicht eigentlich unwichtig, da nur die Gesamtkapitalrentabilität (GKR) und die Cash-Flows über den Wert des Unternehmens entscheiden. Durch allgegenwärtige Marktunvollkommenheiten spielen diese Überlegungen in der heutigen Unternehmenspraxis jedoch eine nicht unerhebliche Rolle. Ziel des Aktienrückkaufs ist die Reduzierung des Eigenkapitals, um die Fremdkapitalrentabilität zu erhöhen und einer angestrebten Kapitalstruktur näher zu kommen. Ein „Turbo“ für diesen Effekt ist zusätzlich möglich, wenn der Aktienrückkauf nicht durch überschüssige Liquidität finanziert wird, sondern durch die

¹²⁸ Vgl. Pertlwieser (2006), S. 150; Schremper (2002), S. 106.

Aufnahme weiteren Fremdkapitals. In der Praxis ist dies jedoch eher unüblich.¹²⁹ Nach Lie (2002), der empirische Evidenz für das Motiv des Aktienrückkaufs zur Kapitalstrukturgestaltung findet, kann in der Erhöhung des Fremdkapitalanteils durch einen Aktienrückkauf auch ein Signalling impliziert sein, da die Erhöhung des Fremdkapitals und damit der direkt auf das Unternehmen geltend zu machenden Gläubigeransprüche auf gute Zukunftsaussichten schließen lässt.¹³⁰

3.6.2 Aktienrückkauf zur Erhöhung des EPS

Eine aus Analystensicht enorm wichtige bewertungsrelevante Kennzahl stellt der Gewinn je Aktie dar. Indem das Grundkapital durch einen Aktienrückkauf vermindert wird, steigt automatisch der EPS bei gleich bleibendem Gesamtausschüttungsvolumen. Diese „künstliche“ Manipulation wird zwar einerseits von den Kapitalmärkten klar erkannt, da zu jeder EPS-Veröffentlichung auch die korrespondierenden Zahlen zum Grundkapital, der Marktkapitalisierung und der Anzahl ausstehender Aktien gegeben werden, trotzdem wird hingegen dem EPS in der Praxis, oftmals irrational, ein sehr hoher Wert beigemessen.¹³¹ Durch den Aktienrückkauf kann auch einer Verwässerung des EPS entgegen gewirkt werden, was vor allem bei der bedingten Kapitalerhöhung im Rahmen der Ausgabe von Mitarbeiteraktien oder Aktienoptionsprogrammen wichtig sein kann (siehe den nachfolgenden Abschnitt).

Das Motiv eines Managers zum Aktienrückkauf zwecks Kapitalstrukturgestaltung in den beiden gezeigten Fällen lässt sich zusammenfassend folgendermaßen festhalten:

- Durch gute Finanzkennzahlen wird die Arbeit des Managers einerseits vom Kapitalmarkt durch Aufmerksamkeit, Ansehen und Machtzuschreibung und andererseits durch die vereinbarten Incentivierungsmechanismen honoriert, was im Regelfall eine Auswirkung auf den persönlichen Zielerfüllungsgrad des Managers hat.

¹²⁹ Vgl. anstatt Vieler zum Überblick Pertlwieser (2006), S. 112ff; Schremper (2002), S. 82ff.

¹³⁰ Vgl. Lie (2002), S. 636f.

¹³¹ Vgl. Pertlwieser (2006), S. 119ff.

3.7 Weitere Gründe für Aktienrückkäufe

Je nach Autor werden in den unterschiedlichsten wissenschaftlichen Studien, sowohl für die USA als auch für Deutschland, weitere Motive für Aktienrückkäufe identifiziert. Diese stellen aber in der Regel „nur“ Nebenmotive dar. Ihre Betrachtung würde für das generelle Verständnis des Aktienrückkaufs kaum einen Beitrag leisten können, weshalb an dieser Stelle auf ihre Analyse verzichtet wird. Dennoch sein eines dieser Minderheitsmotive in aller Kürze genannt:

Mit einem Aktienrückkauf kann ein Eingriff in die Aktionärsstruktur vorgenommen werden. So können beispielsweise prinzipiell unliebsame Aktionäre durch Rückkaufangebote mit Prämienversprechen ausgekauft werden. Dies muss nicht nur im großen Stil bei einer drohenden Übernahme als Greenmail passieren, sondern kann auch zur Eliminierung „unerwünschter“ Kleinaktionäre, die Minderheitsmeinungen vertreten, und hiermit die Agency-Kosten in die Höhe treiben, geschehen. Auch können durch die Reduzierung der Anzahl der Aktionäre und Steigerung der Konzentration des Aktienbesitzes die Kosten für Investor Relations gesenkt werden. Auch die Reduktion der Aktiengattungen oder der Erwerb eigener Aktien zur Vorbereitung eines Cross-Listings zählen zu den Rückkäufen zwecks Veränderung der Aktionärsstruktur.¹³² Diese hier genannten Motive werden im Allgemeinen erkannt, doch wird ihnen, nicht zuletzt wegen ihrer großen aktienrechtlichen Fragwürdigkeit, meist keine empirische Bedeutung zugewiesen.

Im nachfolgenden Kapitel werden die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit zusammengefasst und diskutiert.

¹³² Vgl. Pertlwieser (2006), S. 153ff sowie Johannsen-Roth (2001), S. 291.

4. Diskussion der Ergebnisse

Nachdem im vorherigen Abschnitt die möglichen Motive zum Aktienrückkauf systematisch dargestellt worden sind, soll in diesem Abschnitt nun eine kurze Diskussion der Motive im Gesamtüberblick, der Chancen und Risiken des Aktienrückkaufs, sowie der Situation auf dem deutschen Kapitalmarkt folgen.

Auf ein spezielles Problem in der Forschung zu den Motiven von Managemententscheidungen wie Aktienrückkäufen, das generell auftritt, sei an dieser Stelle noch hingewiesen: Wie erwähnt, wird sowohl in der Wissenschaft wie auch in der Praxis über die genauen Motive für den Aktienrückkauf weiterhin kontrovers diskutiert. Die Motive werden aber, solange sie nicht an handfesten Fakten ermittelt werden können, in aller Regel in Interviews abgefragt. Hierbei ist unsicher, ob wahrheitsgetreue Antworten von den Verantwortlichen, meist CFOs, gegeben werden. Scheinargumente können die echten Intentionen zum Aktienrückkauf verschleiern (wie z.B. ein Aktienrückkauf zum Signalling wahrgenommener Unterbewertung der Aktie, obwohl das Ziel, den Kurs zu steigern, vielmehr damit begründet ist, dass Aktienoptionsprogramme die Ausübungspreise erfüllen sollen). Ob jeweils das Motiv überhaupt kommuniziert wird, ist daher eine offene Frage; ob dieses dann auch wirklich das zutreffende ist, ist die andere. In Deutschland verzichten fast 30% der Unternehmen komplett auf die Nennung eines Rückkaufgrunds in ihren Ad-hoc Meldungen und Hauptversammlungsbeschlüssen, was eine Erhebung der Rückkaufmotive abgesehen von möglichen Falschantworten weiter erschwert.¹³³ Unschärfe bringt auch das Rückkäufen immanente Signalling, selbst wenn dieses Motiv gar nicht zum Aktienrückkauf geführt hat. Dies liegt daran, dass ein Unternehmen seine eigenen Aktien nur dann kauft, wenn der Kurs tief ist, egal welche weiteren Motive es verfolgt. Bei einem von innen gesehen überbewerteten Kurs hingegen, kaufen Unternehmen konsequenterweise die eigenen Aktien nicht zurück, sondern warten ab. Insofern besteht die Gefahr, dass ein Signalling-Hintergrund leicht in jeden Rückkauf hinein interpretiert wird.¹³⁴

¹³³ Vgl. Pertlwieser (2006), S. 87.

¹³⁴ Vgl. Vermaelen (2005), S. 77.

4.1 Zusammenfassung der Motive

Aus Sicht der Principal-Agent-Theorie ist vor allem die Gefahr des Moral hazard von großer Bedeutung für das Verhältnis zwischen den Aktionären als Principals und den Managern als Agents. Die Sinnhaftigkeit dieser Arbeitsteilung sei trotz aller Informationsprobleme nicht in Frage gestellt. Die im vorigen Teil adressierten Motive des Managements, einen Aktienrückkauf durchzuführen, beinhalten keinesfalls die direkte Vermutung des Betrugs, sondern sollen vielmehr den Entscheidungstatbestand beim rational handelnden Manager, dem die Grundannahmen des Opportunismus, der persönlichen Nutzenmaximierung und der begrenzten Informationskapazität unterstellt seien, verdeutlichen.

Es wurden zehn Motive stichpunktartig zusammengefasst (siehe Anhang zur Übersicht), hinter denen unter den Gesichtspunkten der Nutzenmaximierung des Managements zwei grundsätzliche Triebfedern stehen: 1. die persönliche Profitmaximierung, die durch die Maßnahmen der Interessenangleichung zwischen Aktionären und Management in neuerer Zeit oftmals mit Aktienoptionsplänen gekoppelt ist. Hiermit soll einerseits der Agency-Konflikt reduziert werden. Andererseits ist dies ein Anlass für den Manager, im Zweifelsfall durch einen Aktienrückkauf auch nicht nachhaltige Kurseffekte auslösen zu wollen, damit er von seinen Aktienoptionen profitieren kann, falls sie die Schwelle der Einlösbarkeit brechen. Die zweite Triebfeder ist das Streben nach Einfluss, Macht und Machterhalt: Durch steigende Gewinne des Unternehmens, organischem und anorganischem Wachstum und guten Finanzkennzahlen wie steigenden Kursen oder steigendem EPS, können Manager sich in aller Regel Erfolg zuschreiben. Diese beiden Erfolgsfaktoren können aus Managementsicht den Aktienrückkauf attraktiv werden lassen, falls eine Kausalität zwischen ihren Zielen und den identifizierten Motiven erkannt wird.

4.2 Chancen des Aktienrückkaufs

Sowohl die erst fordernde und dann begrüßende Haltung der Unternehmen und einschlägigen Verbände zur Liberalisierung des Aktienrückkaufs in Deutsch-

land, als auch die Akzeptanz der Hauptversammlungen zeigen, dass der Aktienrückkauf in Deutschland wieder zum allgemeinen Instrumentarium der Unternehmensfinanzierung gehört.¹³⁵ Die überwiegend guten Erfahrungen aus den USA sowie der allgemeine Wettbewerbsdruck auf den Finanzmärkten haben eine höhere Flexibilität für deutsche Großunternehmen, aber auch kleine Aktiengesellschaften in ihrer Finanzierungspolitik und Kapitalstrukturgestaltung notwendig gemacht. Die hohe Anzahl an Hauptversammlungsbeschlüssen in Deutschland, die meist prophylaktisch gegeben werden, demonstriert ein hohes Vertrauen in die Manager, dass sie mit Aktienrückkäufen die Aktionäre generell nicht betrügen. Dies sei an einem aktuellen Beispiel demonstriert: Auf der Hauptversammlung der Daimler AG im April 2008 wurde vom Aktionärsaktivisten Ekkehard Wenger ein Antrag über die Eröffnung einer Sonderprüfung einer vermeintlichen Pflichtverletzung des Vorstands im Rahmen des abgewickelten Aktienrückkaufs gestellt, der mit unter 6% Zustimmung der anwesenden Mitglieder nicht einmal auf die Tagesordnung genommen wurde.¹³⁶

Meist sind die Motive von Management und Aktionären zum Aktienrückkauf ähnlich geartet. Durch Rückkäufe zum Signalling beispielsweise wird die Informationseffizienz des Kapitalmarkts erhöht¹³⁷; durch den Liquiditätsabbau werden Mittel an die Aktionäre ausgeschüttet, für die momentan keine profitablen Investitionsmöglichkeiten gesehen werden. Dies sind Vorgänge, die in aller Regel nicht zum Nachteil der Aktionäre stattfinden. Durch die Eröffnung vielfältiger Gestaltungsmöglichkeiten, die mit dem herkömmlichen aktienrechtlichen Instrumentarium nicht zur Verfügung standen, lässt sich die Unternehmenspolitik insgesamt weiter zum Aktionärswohl ausrichten¹³⁸, was bei richtig eingesetzter Interessensangleichung auch die Motive der Manager zum Aktienrückkauf erklärt.

¹³⁵ Vgl. DAI (1999), S. 17f.

¹³⁶ Vgl. Daimler AG (2008b).

¹³⁷ Vgl. Vermaelen (1981), S. 180.

¹³⁸ Vgl. Johannsen-Roth (2001), S. 60f.

4.3 Risiken des Aktienrückkaufs

Hauptrisiko des Aktienrückkaufs ist, dass Manager zum Zwecke der persönlichen Nutzenmaximierung mit einem Aktienrückkauf gegen das Wohl der Aktiengesellschaft handeln. Die Möglichkeiten hierzu wurden im vorigen Kapitel eingehender dargestellt, und sollen daher hier nicht weiter ausgeführt werden. Stattdessen existieren weitere Risiken, deren Betrachtung sinnvoll erscheint:

Im deutschen Aktienrecht ist zum Gläubigerschutz der Grundsatz der Kapitalerhaltung festgeschrieben, wie in Kapitel 3.1.3 angedeutet. Das in der Emission aufgebrauchte Grundkapital dient dabei als Pfand für die Fremdkapitalgeber der Aktiengesellschaft. Durch den Aktienrückkauf wird das Grundkapital gemindert, ohne dass sich der Fremdfinanzierungsanteil verändert, der sich im Zweifelsfall bei einem Leverage-finanzierten Aktienrückkauf sogar erhöht. Dies stellt aus Gläubigersicht ein Risiko dar.¹³⁹

Ein weiteres Risiko ist weniger rechtlicher als viel mehr ökonomischer Natur: Durch einen Aktienrückkauf, der notwendigerweise mit Geld finanziert werden muss, welches das Unternehmen auch anderweitig einsetzen könnte, wird implizit ein Signal gesendet, dass Wachstumsgrenzen erreicht sind. Dieses Signalling stellt keine gute Nachricht für die Aktionäre dar, auch wenn der Kurs im Regelfall kurzfristig durch einen Aktienrückkauf steigt.

Durch die Dominanz von Großinvestoren auf dem deutschen Kapitalmarkt sowie durch gegenseitige Aufsichtsratsmandate und Überkreuzbeteiligungen besteht im Gegensatz zu den USA die Gefahr, dass Kleinaktionäre teilweise de facto entmündigt werden. Die Auswirkungen und wahren Gründe für einen potenziellen Aktienrückkauf, dessen Ermächtigung auf der HV von den Managern oftmals mit Nachdruck vorgeschlagen wird, können von ihnen kaum beurteilt werden, womit sich das Risiko einer informationellen, wenn auch nicht rechtlichen, Ungleichbehandlung ergibt. Dem Risiko hingegen, als vermeintlich lästiger Kleinaktionär ausgekauft zu werden, womit das System der „checks and balances“ gestört würde, sind gesetzlich starke Grenzen gesetzt.¹⁴⁰

¹³⁹ Vgl. Johannsen-Roth (2001), S. 62ff.

¹⁴⁰ Vgl. Ebd., S. 290f.

4.4 Die Situation auf dem deutschen Kapitalmarkt

Auch wenn deutsche Unternehmen rege Rückkaufermächtigungen einholen, so wird davon, wie weiter oben gezeigt, seltener tatsächlich Gebrauch gemacht, als beispielsweise in den USA. Zwar haben Rückkäufe ein beträchtliches Volumen erreicht, doch lag z.B. in 2004 das jährliche Rückkaufvolumen mit 0,5% des Grundkapitals noch weit unter dem Zielpotenzial von 1,5%, das im Vorfeld der Liberalisierung anvisiert wurde. Meist konzentrieren sich die Aktienrückkäufe auf wenige, sehr große (DAX-) Unternehmen. Die umfangreichste Studie für den deutschen Kapitalmarkt stammt von Pertlwieser (2006). Er findet heraus, dass, auch wenn die Ad-hoc-Mitteilungen deutscher Unternehmen oftmals keinen Grund nennen, häufig das Motiv „Transaktionswährung“ vorkommt. Die empirische Relevanz dieses Motivs kann jedoch nicht bestätigt werden. Das Signallingmotiv wird von Pertlwieser (2006) dafür besonders bestätigt, und hier treten auch die signifikantesten Ankündigungseffekte auf. Interessant ist, dass reife Unternehmen Kurseffekte durch die Ankündigung eines Rückkaufs erleben, die mit 9,3% deutlich über dem Durchschnitt liegen. Wachstumsunternehmen werden im Gegensatz dazu vom Kapitalmarkt bestraft: Sie müssen einen durchschnittlichen Kursverlust um 16,9% in Kauf nehmen. Dies bestätigt, dass in Deutschland die Sinnhaftigkeit eines Aktienrückkaufs stark von der Unternehmenssituation abhängt. Die Wahrscheinlichkeit eines Luftnummernrückkaufs, die in Deutschland generell recht hoch ist, steigt mit dem Anteils- und Optionsbesitz des Managements nochmals an. Dies legt die Vermutung nahe, dass durch Ankündigungen von Rückkäufen in einigen Fällen Kurseffekte hervorgerufen werden sollen, ohne dass ein wahres Interesse am Rückkauf besteht.¹⁴¹ Bei wahrgenommener Unterbewertung des Unternehmens vom Management, so zeigen es Gerke/Fleischer/Langer (2001), rentieren sich Rückkäufe am allermeisten.¹⁴²

¹⁴¹ Vgl. Pertlwieser (2006), S. 457ff.

¹⁴² Vgl. Gerke/Fleischer/Langer (2001), S. 26.

5. Fazit

Die unterschiedlichen Motive von Managern zum Aktienrückkauf sind ein Puzzle, das sich aus vielen unterschiedlichen Faktoren zusammensetzt: Auf der einen Seite stehen Finanzierungsüberlegungen und Ausschüttungsentscheidungen, auf der anderen Seite Vergütungspolitik und Corporate Governance. Es ist daher kein Wunder, dass speziell für den deutschen Kapitalmarkt noch kaum Erkenntnisse vorliegen. Aber auch in den USA sind in der Wissenschaft die Motive und Auswirkungen weiterhin umstritten, auch wenn einige gemeinsame Erkenntnisse mittlerweile als gesichert angesehen werden können. So ist beispielsweise die Signalling-Hypothese relativ unstrittig, und wurde in den meisten wichtigen Studien, die im dritten Kapitel mehrfach angeführt werden, bestätigt. Auch das Motiv der Ausschüttung von Liquidität als Treiber von Aktienrückkäufen ist recht ausgiebig erforscht, auch wenn viele Details, speziell Kausalitäten und Interdependenzen zwischen Ausschüttungspolitik, Corporate Governance und Rückkaufverfahren, weiterhin unklar sind. Aktienoptionspläne sind aus beiden genannten Gründen in Zukunft immer als Faktor mit zu beachten. Eine eher untergeordnete Rolle kommt dem eher seltener auftretenden Aktienrückkauf als M&A-Instrument zu, sowie dem Motiv der Kapitalstrukturgestaltung. Trotzdem ist die generelle Relevanz dieser beiden Rückkaufgründe im Motivportfolio relativ unbestritten.

Die Praxis zeigt sowohl in den USA als auch in Deutschland, dass Aktienrückkäufe trotz aller Risiken sowohl von den Aktionären als auch den Managern gern gesehen werden. Anders wären die vielen Zustimmungen in den Boards und Hauptversammlungen kaum zu erklären. Zusammenfassend besteht für Aktionäre der entscheidende Vorteil von Aktienrückkäufen in den steuerlichen Anreizen gegenüber Dividenden; für Manager liegt er vor allem darin, dass sie ihre persönlichen Ziele dadurch besser verfolgen können. Trotz aller Chancen bestehen auch Risiken, wie im vorigen Kapitel knapp erläutert. Durch stetig optimierte Corporate Governance können jedoch die Agency-Konflikte zwischen Aktionären und Managern zunehmend reduziert werden, was auf eine weitere Etablierung des Aktienrückkaufs als „normales“ Finanzierungsinstrument hindeutet.

ANHANG

Übersicht der Motive in Kapitel 3.2-3.6

Signalling:

- Manager entscheiden sich für Aktienrückkaufprogramme, wenn sie die Aktien ihres Unternehmens aufgrund der ihnen vorliegenden Insiderinformationen als unterbewertet ansehen und den Kurs stützen möchten, da sie wissen, dass dieses Signal bei den Aktionären ankommt, sofern sie ihre eigenen Anteile halten.
- Manager veranlassen Aktienrückkäufe, um nach übermäßig pessimistischen Downgrades durch asymmetrisch informierte Analysten den wahren Wert der Aktie zu signalisieren.

Liquiditätsabbau:

- Durch die Agency-Kosten für überschüssige Liquidität (liquide Mittel müssen abgebaut werden) und die Allokationseffizienz des Kapitalmarkts, die Aktionäre ein Interesse daran haben lässt, überschüssige Gewinne selbst zu bekommen, gleichzeitig aber die Dividendenkontinuität gewahrt werden muss, entscheiden sich Manager für Aktienrückkäufe.
- Durch die höhere Flexibilität in der Ausschüttung, die Steuervorteile für die Aktionäre und die positiven Kurseffekte, die Aktienoptionsprogramme ins Geld führen können, entscheiden sich Manager für Aktienrückkäufe im Austausch gegen Dividendenzahlungen.

Aktienoptionsprogramme:

- Die Durchführung von Aktienrückkäufen wird von Managern entschieden, um Aktienoptionsprogramme finanzieren zu können und Verwässerungseffekte zu vermeiden (Option-funding hypothesis), da sie dies zum Erreichen ihrer Unternehmensziele benötigen.
- Aktienrückkäufe werden vom Management beschlossen, um keine Dividende auszahlen zu müssen, und trotzdem Geld an die Aktionäre aus-

schütten zu können, da Dividenden den Wert möglicher Aktienoptionspläne des Managements mindern können.

M&A:

- Die eigenen Ziele der Manager werden bei einer gut stabilisierten Principal-Agent-Beziehung dann erreicht, wenn die Unternehmensziele erreicht werden. Das Unternehmensziel „Wachstum“, das jeder Aktionär im Regelfall gleichsam teilt, kann durch Akquisitionen erreicht werden, die geeigneter Weise mit eigenen Aktien finanziert werden.
- Manager initiieren bei allgemeiner drohender Übernahmegefahr Aktienrückkäufe, um den Preis für das Unternehmen, u.a. durch Auskaufen der Aktionäre mit dem niedrigsten Reservationspreis, zu erhöhen, das eigene Unternehmen allgemein unattraktiver zu machen, und damit die Übernahmegefahr zu senken.
- Manager veranlassen Aktienrückkäufe, um Greenmail bei einer bestehenden konkreten Übernahmegefahr finanzieren zu können. Dies kann sowohl im Gesamtinteresse des Unternehmens (und damit der Aktionäre) geschehen, als auch durch das eigene Motiv des Machterhalts beeinflusst sein.

Kapitalstrukturgestaltung:

- Durch gute Finanzkennzahlen wird die Arbeit des Managers einerseits vom Kapitalmarkt durch Aufmerksamkeit, Ansehen und Machtzuschreibung und andererseits durch die vereinbarten Incentivierungsmechanismen honoriert, was im Regelfall eine Auswirkung auf den persönlichen Zielerfüllungsgrad des Managers hat.

Literaturverzeichnis

- Akerlof, G. (1970), The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 89, 1970, S. 488-500.
- Bagwell, L. (1991), Share repurchase and takeover deterrence, in: *RAND Journal of Economics*, Vol. 22, No. 1, 1991, S. 72-88.
- Bagwell, L.; Shoven, J. (1989), Cash Distributions to Shareholders, in: *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, No. 3, 1989, S. 129-140.
- Berle, A.; Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932.
- Bezenberger, T. (2002), *Erwerb eigener Aktien durch die AG*, Köln 2002.
- Brealey, R.; Myers, S.; Allen, F. (2006), *Principles of Corporate Finance*, 8. Auflage, International Edition, New York 2006.
- Bundesministerium der Justiz (2008), *Aktiengesetz*, in der Fassung vom 16.07.2007, unter: <http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/> (Stand: 05.03.2008).
- Cahn, A. (2006), *Eigene Aktien und gegenseitige Beteiligungen*, Universität Frankfurt, Institute for Law and Finance, Working Paper Series No. 50, 08/2006, unter: http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/ILF_WP_050.pdf (Stand: 11.02.2008).
- Comment, R.; Jarrell, G. (1991), The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases, in: *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4, 1991, S. 1243-1271.
- Daimler AG (2008a), *Investor Relations – Die Aktie – Aktienrückkauf*, unter: <http://www.daimler.com/dccom/0-5-939299-49-939301-1-0-0-0-0-0-8-7164-0-0-0-0-0-0-0.html> (Stand: 16.04.2008).

- Daimler AG (2008b), *Erweiterung der Tagesordnung*, unter: http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/1494480_dai_ir_2008_hv2008_agenda_extension_g.pdf (Stand: 17.04.2008).
- Deutsches Aktieninstitut DAI (1999), *Der Erwerb eigener Aktien in Deutschland - Ergebnisse einer Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts zum Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft*, unter: [http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/LookupDL/41256A99002BDD55C12569A80052BF5A/\\$File/aktienrueckkauf.pdf](http://www.dai.de/internet/dai/dai-2-0.nsf/LookupDL/41256A99002BDD55C12569A80052BF5A/$File/aktienrueckkauf.pdf) (Stand: 11.02.2008).
- Dittmar, A. (2000), Why Do Firms Repurchase Stock?, in: *Journal of Business*, Vol. 73, No. 3, 2000, S. 331-355.
- Eisenhardt, K. (1989), Agency Theory: An Assessment and Review, in: *Academy of Management Review*, Vol. 14, No. 1, 1989, S. 57-74.
- Fama, E. (1980), Agency Problems and the Theory of the Firm, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, 1980, S. 288-307.
- Fama, E.; French, K. (2001), Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, 2001, S. 3-43.
- Fama, E.; Jensen, M. (1983), Separation of Ownership and Control, in: *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, No. 2, 1983, S. 301-325.
- Gerke, W.; Fleischer, J.; Langer, M. (2002), *Kurseffekte durch Aktienrückkäufe – eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt*, verfügbar unter: http://joergfleischer.com/Publikationen/KurseffekteDurchAktienr_ckk_ufe.pdf (Stand: 10.03.2008), auch in: Börsig, C.; Coenenberg, A. (Hrsg.), *Bewertung von Unternehmen: Strategie - Markt – Risiko*, S. 275-304, Stuttgart 2003.
- Grullon, G.; Michaely, R. (2002), Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis, in: *The Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4, 2002, S. 1649-1684.

- Jagannathan, M.; Stephens, C.; Weisbach, M. (2000), Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, No. 3, 2000, S. 355-384.
- Jensen, M. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, in: *American Economic Association Papers and Proceedings*, Vol. 76, No. 2, 1986, S. 323-329.
- Jensen, M.; Meckling, W. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, S. 305-360.
- Jensen, M.; Ruback, R. (1983), The Market for Corporate Control – The Scientific Evidence, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 1983, S. 5-50.
- Johannsen-Roth, T. (2001), *Der Erwerb eigener Aktien : Regelungsprobleme im Spannungsfeld gesellschaftsrechtlicher Normbefehle und kapitalmarktrechtlich implizierter Verhaltensanforderungen*, Dissertation, Universität zu Köln.
- Kahle, K. (2002), When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 63, 2002, S. 235-261.
- Kramarsch, M. (2004), *Aktienbasierte Managementvergütung*, 2. Aufl., Stuttgart 2004.
- La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A.; Vishny, R. (2000), Agency Problems and Dividend Policies around the World, in: *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, 2000, S. 1-33.
- Lee, S.; Mikkelsen, W.; Partch, M. (1992), Managers' Trading around Stock Repurchases, in: *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 5, 1992, S. 1947-1961.
- Lie, E. (2002), Do Firms Undertake Self-Tender Offers to Optimize Capital Structure? In: *The Journal of Business*, Vol. 75, No. 4, 2002, S. 609-639.

- Lintner, J. (1956), Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes, in: *The American Economic Review*, Vol. 46, No. 2, 1956, S. 97-113.
- Lüken, C. (2004), *Der Erwerb eigener Aktien nach §§ 71 ff. AktG – Deregulierungs- und Liberalisierungsbestrebungen im europäischen Gesellschaftsrecht*, Berlin 2004.
- Marsh, T.; Merton R. (1987), Dividend Behavior for the Aggregate Stock Market, in: *The Journal of Business*, Vol. 60, No. 1, 1987, S. 1-40.
- McNally, W. (1999), Open Market Stock Repurchase Signaling, in: *Financial Management*, Vol. 28, No. 2, 1999, S. 55-67.
- Miller, M.; Modigliani, F. (1961), Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, in: *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, 1961, S. 411-433.
- Pertwieser, M. (2006), *Der Erwerb eigener Aktien in Deutschland – Eine ganzheitliche Kapitalmarktuntersuchung deutscher Aktienrückkaufprogramme und ein Konzept zur praktischen Implementierung*, Frankfurt am Main 2006.
- Picot, A.; Dietl, H.; Franck, E. (2005), *Organisation – Eine ökonomische Perspektive*, 4. Auflage, Stuttgart 2005.
- Schremper, R. (2002), *Aktienrückkauf und Kapitalmarkt: eine theoretische und empirische Analyse deutscher Aktienrückkaufprogramme*, Frankfurt am Main u.a. 2002.
- Seifert, U.; Stehle, R. (2003), *Stock Performance around Share Repurchase Announcements in Germany*, unter: <http://edoc.hu-berlin.de/series/sfb-373-papers/2003-48/PDF/48.pdf> (Stand: 08.03.2008).
- Shleifer, A.; Vishny, R. (1986), Greenmail, white knights, and shareholders' interest, in: *RAND Journal of Economics*, Vol. 17, No. 3, 1986, S. 293-309.
- Skinner, D. (2008), The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, 2008, S. 582–609.

- Terberger, E.; Wettberg, S. (2005), *Der Aktienrückkauf und die Bankenkrise 1931*, Discussion Paper Series, No. 418, Universität Heidelberg, unter: www.awi.uni-heidelberg.de/with2/Discussion%20papers/papers_2003_2005/dp418.pdf (Stand: 12.02.2008).
- Vermaelen, T. (1981), Common Stock Repurchases and Market Signaling - An Empirical Study, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, 1981, S. 139-183.
- Vermaelen, T. (2005), *Share Repurchases*, Hanover 2005.
- von Eije, H.; Megginson, W. (2008), Dividends and share repurchases in the European Union, in: *Journal of Financial Economics*, im Erscheinen, Arbeitspapier verfügbar unter: http://ssrn.com/abstract_id=1045681 (Stand: 20.03.2008).
- Weisbenner, S. (2000), Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play?, unveröffentlichtes Manuskript, verfügbar unter: <http://www.federalreserve.gov/pubs/FEDS/2000/200029/200029pap.pdf> (Stand: 02.04.2008).