

Ralf Koschmieder

Erwerb eigener Aktien: Probleme, Verfahren und Auswirkungen

Diplomarbeit

BEI GRIN MACHT SICH IHR WISSEN BEZAHLT



- Wir veröffentlichen Ihre Hausarbeit, Bachelor- und Masterarbeit
- Ihr eigenes eBook und Buch - weltweit in allen wichtigen Shops
- Verdienen Sie an jedem Verkauf

Jetzt bei www.GRIN.com hochladen
und kostenlos publizieren



UNIVERSITÄT LEIPZIG
WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTLICHE FAKULTÄT
Institut für Finanzen

Erwerb eigener Aktien
Probleme, Verfahren und Auswirkungen

Diplomarbeit
vorgelegt von: Ralf Koschmieder

Datum der Abgabe: 2. September 1999

Inhaltsverzeichnis

0	Aufbau der Arbeit und Vorgehensweise.....	2
1	Rahmenbedingungen für den Erwerb eigener Aktien in den USA und in Deutschland	4
11	Stand der amerikanischen und der deutschen Finanzierungstheorie.....	4
12	Vergleich der amerikanischen Corporation mit der deutschen Aktiengesellschaft	8
121	Das Board-Modell der US-amerikanischen Corporation.....	8
122	Das Vorstand-Aufsichtsrat-Modell der deutschen Aktiengesellschaft.....	11
13	Unternehmensüberwachung durch den Kapitalmarkt	13
131	Ausprägung in den USA	16
132	Ausprägung in Deutschland.....	17
14	Erwerb eigener Aktien	18
141	Regelungen in den USA.....	19
142	Regelungen in Deutschland	21
1421	Historische Entwicklung	21
1422	Zulässigkeit und Verfahren	26
1423	Bilanzielle und steuerliche Behandlung.....	33
15	Zusammenfassung und Zwischenergebnis.....	40
2	Motive und Auswirkungen des Erwerbs eigener Aktien.....	41
21	Erwerb eigener Aktien zur Steigerung des Unternehmenswerts.....	44
211	Substitution von Dividendenzahlung und Aktienrückkauf.....	51
212	Optimierung der Kapitalstruktur.....	54
213	Wohlstandstransfer	57
214	Erfüllung von Aktienoptionen und Ausgabe von Belegschaftsaktien	61
215	Verringerung von Servicing-Kosten.....	63
216	Eigene Aktien als Investitionsobjekt	66
22	Erwerb eigener Aktien zum Abbau der Informationsasymmetrie	71
23	Erwerb eigener Aktien zur Abwehr feindlicher Übernahmen	78
3	Ergebnis der Untersuchung	82
	Abkürzungsverzeichnis	85
	Symbolverzeichnis	86
	Abbildungsverzeichnis	87
	Tabellenverzeichnis	87
	Literaturverzeichnis	88
	Anhang.....	100

0 Aufbau der Arbeit und Vorgehensweise

Der Erwerb eigener Aktien ist in Deutschland von einer wechselvollen Geschichte geprägt. Mit der Notverordnung aus dem Jahre 1931 kam es zu einem fast lückenlosen Verbot des Erwerbs eigener Aktien, was in der Folgezeit als wichtige Errungenschaft des modernen Rechts der Kapitalgesellschaft angesehen wurde.¹ Auch bei der Umsetzung der Kapitalmarkttrichtlinie im Jahre 1978 kam es zu keiner Lockerung des Verbots, obwohl Art. 19 I der Richtlinie Spielraum für eine Liberalisierung gibt. Begründet wurde dies damit, daß "[s]chon wegen des zweifelhaften Wertes, den die Möglichkeit des Erwerbs eigener Aktien ganz allgemein hat, .. von dieser Möglichkeit der Richtlinie im deutschen Recht nicht Gebrauch gemacht werden"² sollte.

In der Folgezeit beschäftigte man sich vor allem im juristischen Schrifttum verstärkt mit dem Erwerbsverbot, wobei die bisherige gesetzliche Regelung in zunehmenden Maße kritisiert wurde und man eine begrenzte Erlaubnis des Erwerbs anregte.³ Die betriebswirtschaftliche Literatur schenkte diesem Thema bislang wenig Aufmerksamkeit,⁴ was auf die bisherige Bedeutungslosigkeit auf Grund des Verbotes zurückzuführen sein mag. Dies änderte sich mit der Liberalisierung des Aktienrückerwerbs durch das Inkrafttreten des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG)⁵ am 27. April 1998. Der Schwerpunkt der Arbeiten konzentrierte sich jedoch vorwiegend auf die steuerlichen und bilanziellen Auswirkungen des Erwerbs.⁶

Die vorliegende Diplomarbeit untersucht die Probleme, Verfahren und Auswirkungen des Erwerbs eigener Aktien. Zur Erkenntnisgewinnung bedient sich der Verfasser der Arbeit des Vergleichs der amerikanischen und der deutschen Finanzierungspraxis. Die Wahl des amerikanischen Systems geschah dabei vor folgendem Hintergrund:

- Die amerikanische Finanzierungspraxis beherrscht die internationalen Finanzmärkte, auf welche deutsche Aktiengesellschaften immer mehr angewiesen sind.⁷

¹ Dies beruht vor allem auf dem Dogma vom Primat des Gläubigerschutzes. Escher-Weingart/Kübler (Erwerb, 1998), S. 537.

² O.V. (Gesellschaftsrecht, 1978), S. 14.

³ Zuerst Kübler (Kapitalmarkt, 1989).

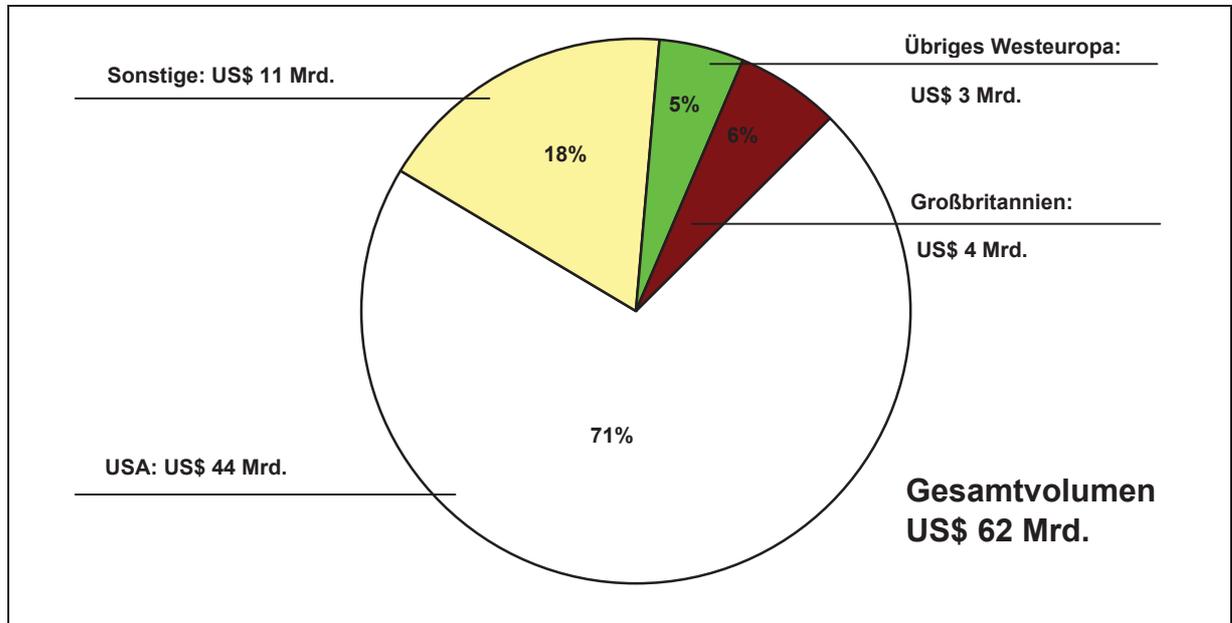
⁴ Zu nennen wären hier *Kopp*, *Hampel* und *Rams*. Kopp (Erwerb, 1996); Hampel (Erwerb 1994); Rams (Unternehmensfinanzierung, 1997), S. 216 - 221.

⁵ Abgedruckt in o.V. (Gesetz, 1998), S. 786 - 794.

⁶ Eine Ausnahme hiervon bilden z.B. die empirische Untersuchung der Erwerbsmotive deutscher Unternehmen von *Pellens* und *Schremper*. Pellens/Schremper (Erwerbsmotive, 1999).

⁷ Eberstadt (Finanzplatz, 1996), S. 1809; Rosen/Helm (Erwerb, 1996), S. 434.

- In den USA gibt es umfangreiche empirische Untersuchungen, welche die Auswirkungen des Erwerbs eigener Aktien beschreiben.
- Weltweit werden in keiner Region mehr eigene Aktien als in den Vereinigten Staaten erworben.



Quelle: Acquisition Monthly database.

Abb. 1: Jährliches Volumen des Erwerbs eigener Aktien in verschiedenen Regionen, Stand 1997

Theoretische und empirische Untersuchungsergebnisse, welche sich auf den amerikanischen Markt beziehen, lassen sich jedoch nicht problemlos auf Deutschland übertragen. Die Arbeit ist deshalb so aufgebaut, daß im ersten Teil die wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen der beiden Systeme gegenüber gestellt werden. Besonderer Wert wird dabei auf die Finanzierungstheorien der beiden Länder gelegt, da der Einsatz eines Finanzierungsinstrumentes immer von der jeweiligen Interessenlage abhängt. Nachdem die Rahmenbedingungen dieser Untersuchung dargelegt sind, werden im zweiten Teil die Auswirkungen des Erwerbs eigener Aktien dargestellt. Dabei orientiert sich die Gliederung der verschiedenen Einsatzpotentiale des Erwerbs eigener Aktien an den Mechanismen, die zwischen den Aktionären und der Geschäftsführung bestehen.

Das Gesetz verwendet in den einschlägigen Paragraphen⁸ die Begriffe Aktien und Erwerb. Mit **eigenen Aktien** ist dabei nicht nur die Aktienurkunde im Sinne des § 10 I, II AktG gemeint, sondern auch die in keiner Urkunde verkörperte Mitgliedschaft an der AG.⁹ Auch

⁸ §§ 71 - 71 e AktG.

⁹ Lutter in (KölnKomm, 1996), § 71 RN 7.

der Begriff **Erwerb** ist weit auszulegen. Er umfaßt sowohl das dingliche als auch das schuldrechtliche Geschäft.¹⁰ In der folgenden Arbeit werden deshalb die Begriffe Erwerb eigener Aktien, Aktienrückkauf und Erwerb eigener Anteile synonym verwendet.

1 Rahmenbedingungen für den Erwerb eigener Aktien in den USA und in Deutschland

11 Stand der amerikanischen und der deutschen Finanzierungstheorie

Ausgangspunkt der Darstellung bildet die kapitalmarktorientierte amerikanische Auffassung auf der einen Seite und die unternehmensorientierte kontinentaleuropäische Auffassung auf der anderen Seite. In der traditionellen amerikanischen Betrachtungsweise geht man von der Vorstellung aus, daß das Managerverhalten lediglich mittelbar von den Anteilseignern beeinflußt wird. Dabei soll die Funktion einer komplizierten gesellschaftsrechtlichen Regelung durch den Zwang zur Offenlegung aller Aktivitäten ersetzt werden. Es wird davon ausgegangen, daß diese Publizität zu Marktreaktionen führt, die Auswirkungen auf Kurse und Management haben.¹¹ Indem sich Anleger für eine Investition in eine Gesellschaft entscheiden, kaufen sie gleichzeitig das Management des Unternehmens. Diese Verbindung werden die Anleger wieder lösen, wenn sie mit dem Management auf Grund der erzielten Performance¹² nicht mehr zufrieden sind, indem sie die Aktien des betreffenden Unternehmens verkaufen. Die Wahl des Managements erfolgt damit durch eine Abstimmung mit den 'Füßen'.¹³

Die Unzufriedenheit der Aktionäre führt auf Grund des Verkaufs der Aktien an der Börse zu einem niedrigeren Aktienkurs, was wiederum Anreiz für Unternehmensaquisitionen gibt. Der neue Mehrheitsaktionär wird dabei das bisherige ineffiziente Management ablösen und ein neues Management installieren.¹⁴ Dieser Mechanismus führt letztendlich dazu, daß sich ein Wettbewerbsmarkt für Manager herausbildet und so die besten Manager die Gesellschaften führen werden.¹⁵

In der unternehmensorientierten Betrachtung der traditionellen deutschen Finanzierungstheorie spielte der Kapitalmarkt hingegen bisher keine vergleichbare Rolle. Zwischen den Kapitalgebern und der Verwaltung besteht eine rechtlich ausführlich kodifizierte Beziehung.

¹⁰ Lutter in (KölnKomm, 1996), § 71 RN 12.

¹¹ Loistl (Finanzierungstheorie, 1990), S. 53.

¹² Unter Performance soll hier die Leistung des Managements verstanden werden.

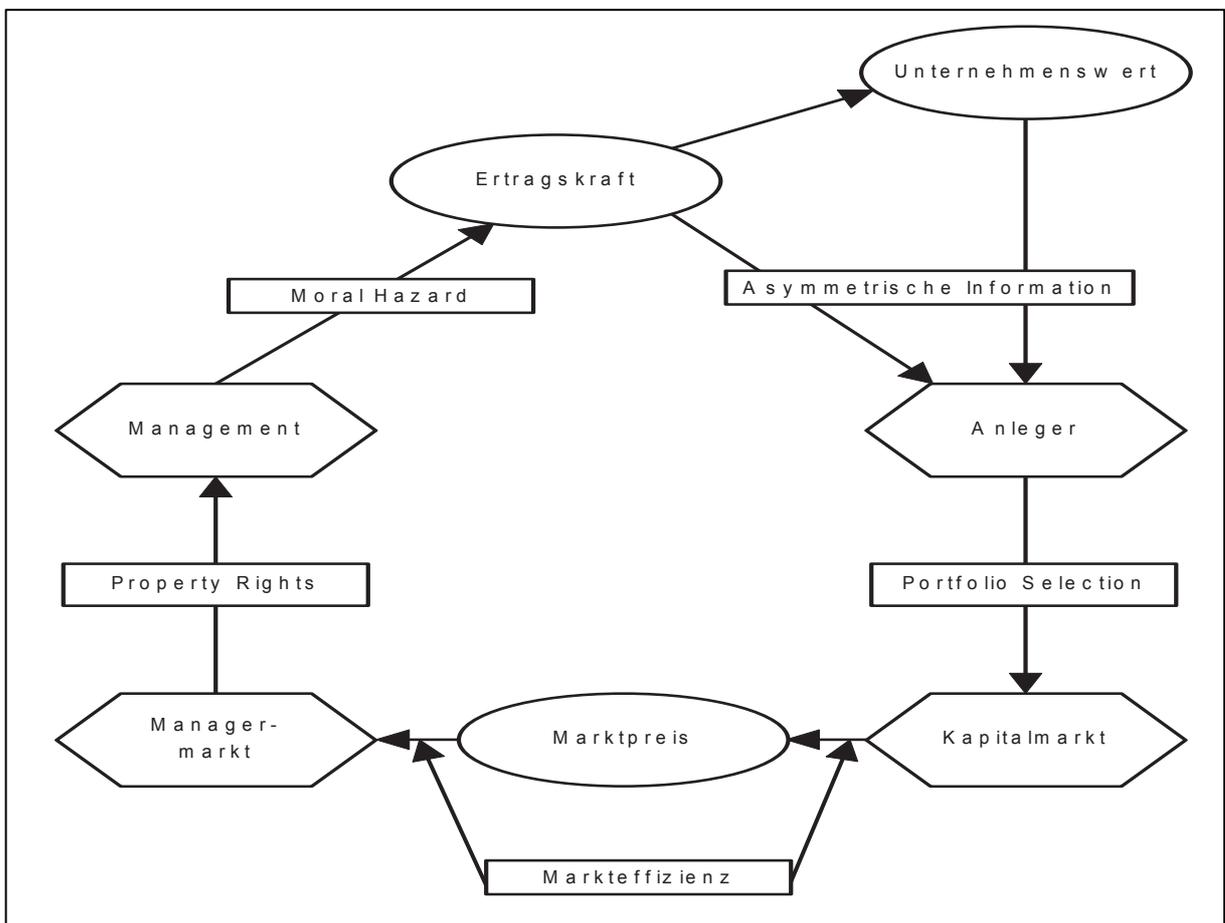
¹³ Nußbaum/Dobrzynski (battle, 1987), S. 72.

¹⁴ Williamson (finance, 1988), S. 573.

Sind die Aktionäre mit der Leistung von Vorstand und Aufsichtsrat nicht zufrieden, dann bietet ihnen das Gesellschaftsrecht mit der Hauptversammlung ein massives Instrument, die Organe der Gesellschaft für ihr Fehlverhalten zur Verantwortung heran zu ziehen und ein solches durch ihr Wahlverhalten für die Zukunft auszuschließen.¹⁶

Im Gegensatz dazu hatte die Generalversammlung der amerikanischen Corporation nahezu keine Bedeutung. *Schmey* vergleicht Anfang der dreißiger Jahre den Zustand beider Systeme folgendermaßen: "Die Aktiendemokratie hat ... in den USA ein anderes Gesicht als in Deutschland. Drüben geht es nicht um die Teilnahme an der Geschäftsführung einschließlich des Jahresabschlusses, sondern um die Verbesserung der Überwachungsrechte. ... Die Aktionäre wünschen sich nicht Verwaltung sondern Kontrolle. Sie wollen nicht regieren, sondern wissen wie regiert wird."¹⁷

Die nachfolgenden Grafiken sollen die unterschiedlichen Auffassungen veranschaulichen.



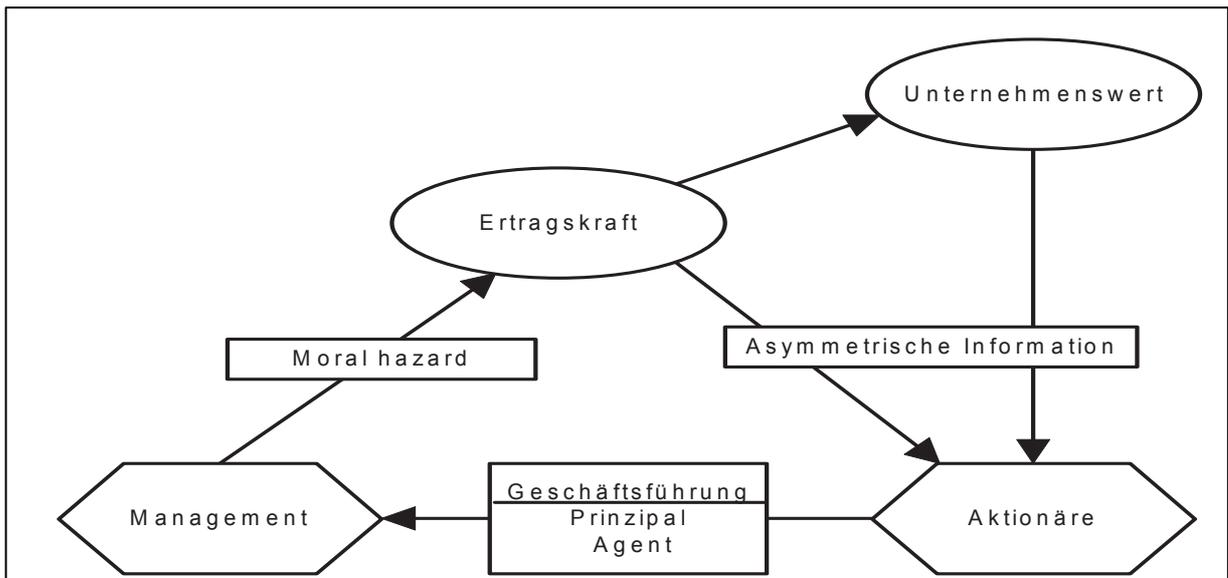
Quelle: Angelehnt an Loistl (Finanzierungstheorie, 1990), S. 56, 59.

Abb. 2: Wirkungszusammenhänge zwischen Anleger und Management in der kapitalmarktorientierten Betrachtung der amerikanischen Finanzierung

¹⁵ Nußbaum/Dobrzynski (battle, 1987), S. 71.

¹⁶ Loistl (Finanzierungstheorie, 1990), S.55.

¹⁷ Schmey (Probleme, 1931), S. 167.



Quelle: Loistl (Finanzierungstheorie, 1990), S. 55.

Abb. 3: Wirkungszusammenhänge zwischen Aktionären und Management in der unternehmensorientierten Betrachtung der deutschen Finanzierung

Die unterschiedlichen Umrahmungen sollen dabei verschiedene Begriffskategorien darstellen. Die **Sechsecke** enthalten die drei **Gestaltungspotentiale**, wobei dem Kapitalmarkt als eigenständige Gestaltungskraft nach der amerikanischen Auffassung zentrale Bedeutung zukommt. In den **ovalen Figuren** sind die **Beurteilungskriterien** enthalten. Die Anleger stützen ihre Entscheidung mittelbar oder unmittelbar auf die Größe Ertragskraft, da diese ihrerseits Basis für die Berechnung des Unternehmenswerts ist. Davon ist der Marktpreis zu unterscheiden, der nicht wie der Unternehmenswert eine subjektive Größe¹⁸ ist, die in der Vorstellungswelt der Anleger existiert, sondern als objektiver Wert vorliegt. Aus einer Transaktion kann geschlossen werden, daß der Käufer bereit war, zum Marktpreis oder zu einem niedrigeren Preis die vereinbarte Menge abzunehmen und, daß der Verkäufer bereit war zu diesem oder zu einem höheren Preis die vereinbarte Menge zu liefern.¹⁹

Die Begriffe in den **Rechtecken** geben die **Beziehungsmechanismen** wieder, mit deren Hilfe die eine Gruppe von Entscheidungsträgern die Vorstellungen und Handlungen der anderen Gruppe von Entscheidungsträgern beeinflussen kann.

Wie aus den Grafiken hervorgeht, liegt der zentrale Unterschied in der Wirkungsrichtung der Dispositionen der Anleger. Während die amerikanischen Anleger disponierend auf dem

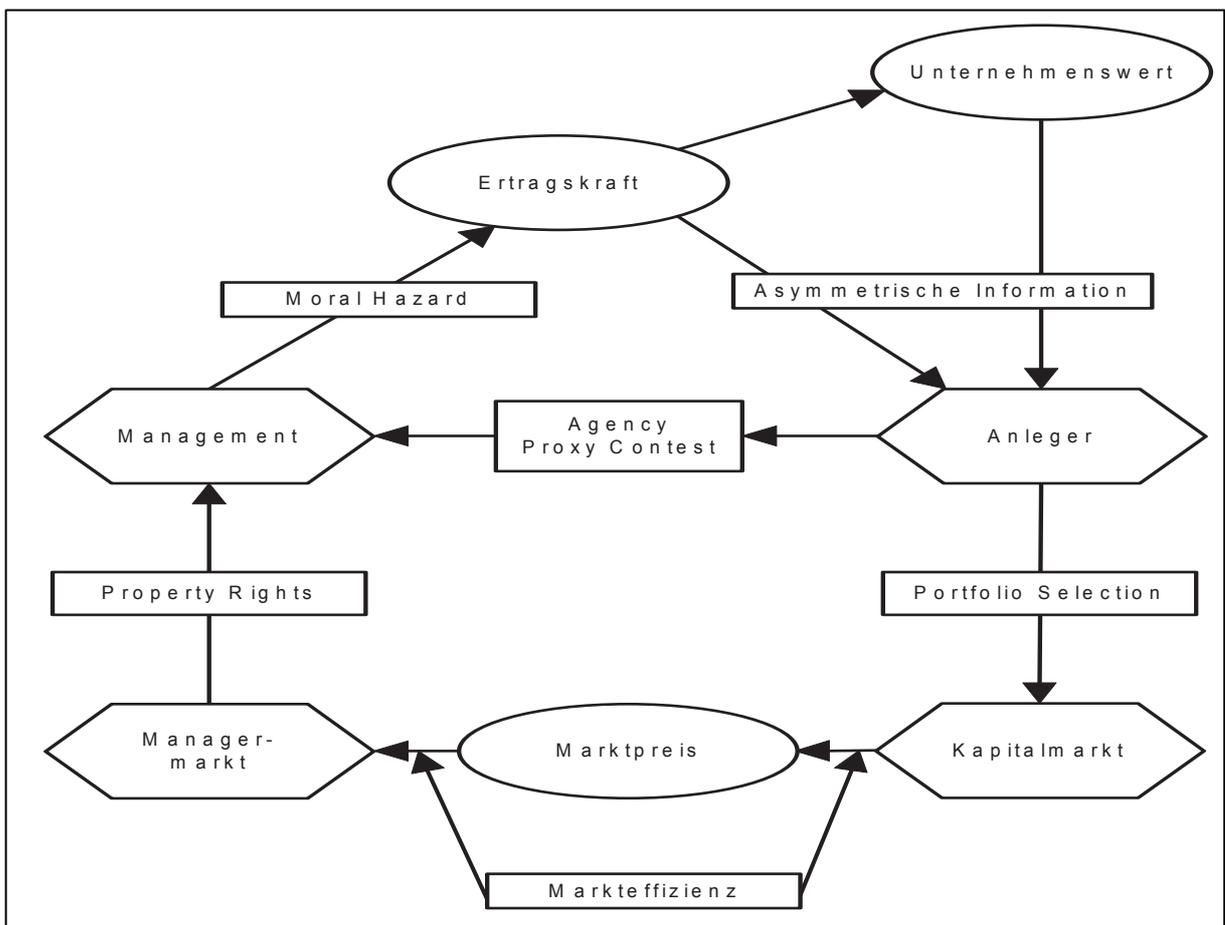
¹⁸ In der Betriebswirtschaft ist anerkannt, daß die Unternehmensbewertung stets eignerbezogen zu erfolgen hat. Für jeden Eigner kann sich damit ein anderer Wert ergeben. Moxter (Grundsätze, 1983), S. 23 - 26.

¹⁹ Loistl (Finanzierungstheorie, 1990), S. 57.

Kapitalmarkt wirken und erst darüber das Management beeinflussen, wirken in der traditionellen deutschen Theorie die Anleger unmittelbar auf das Management.²⁰

Die Entscheidungsgrundlage der amerikanischen Sicht ist jedoch durch eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Management und Anleger gefährdet.²¹ Hinzu kommt, daß die Kurse von großen Unternehmen durch Transaktionen kleiner Aktionäre kaum beeinflußt werden können. Desweiteren haben kapitalstarke Investmentfonds oftmals Probleme, ihre Aktienpakete zu verkaufen und die frei gewordenen Mittel wieder anzulegen.

Die neuere Entwicklung der amerikanischen Finanzierung bezieht deshalb neben der kapitalmarktorientierten Sicht, nunmehr als entscheidende Neuerung die unmittelbare Beziehung zwischen Management und Kapitalgeber mit ein.²² Damit nähert sich das amerikanische Verständnis der Finanzierung dem deutschen an, geht aber auf Grund der kapitalmarktorientierten Sichtweise über das deutsche Problembewußtsein hinaus.



Quelle: Loistl (Finanzierungstheorie, 1990), S. 59.

Abb. 4: Wirkungszusammenhänge zwischen Anleger und Management nach dem neueren Verständnis der amerikanischen Finanzierungstheorie

²⁰ Loistl (Finanzierungstheorie, 1990), S. 57.

²¹ Narayanan (information, 1988), S. 42.

Auch die deutsche Finanzierungstheorie ist in letzter Zeit zunehmend im Wandel. Dies zeigte sich zuletzt durch einige Gesetzesinitiativen zur Änderung des Gesellschaftsrechts, insbesondere im Bereich der börsennotierten Gesellschaften.²³ So berücksichtigt der Gesetzgeber beim Entwurf des KonTraG ausdrücklich das zunehmende Gewicht der Kontrolle durch den Kapitalmarkt bei börsennotierten Gesellschaften.²⁴ Im Ergebnis will der Gesetzgeber die deutsche Finanzierung der internationalen Praxis anpassen, was vor allem dazu führt, daß sich das Verständnis der deutschen Finanzierungstheorie der amerikanischen Auffassung immer mehr annähert.²⁵

12 Vergleich der amerikanischen Corporation mit der deutschen Aktiengesellschaft

Die Unternehmensverfassung setzt den expliziten Rahmen des unternehmerischen Handelns.²⁶ Rechtlich fußt sie insbesondere im Handels- und Gesellschaftsrecht.²⁷ Im folgenden Überblick über die amerikanische und deutsche Unternehmensverfassung kann jedoch nur auf die wesentlichsten Aspekte eingegangen werden. Im Mittelpunkt der Betrachtung werden vor allem die Regelungen von Überwachung und Geschäftsführung sowie die Interessenberücksichtigung der relevanten Gruppen stehen.

121 Das Board-Modell der US-amerikanischen Corporation

In den USA steht die Gesetzgebungskompetenz für das Gesellschaftsrecht wie grundsätzlich für das gesamte Privatrecht den Einzelstaaten zu. Das Ergebnis sind 50 verschiedene Corporate Statutes.²⁸ Insgesamt ist die Regelungsdichte im US-amerikanischen Gesellschaftsrecht gering, was einen breiten Autonomieraum für eine flexible und kreative Ausgestaltung der Unternehmensverfassung bietet.²⁹

²² Williamson (finance, 1988), S. 589.

²³ Hingewiesen sei auf die bereits verabschiedeten und geplanten Reformen des Unternehmens- und Kapitalmarktrechts, dem Wertpapierhandelsgesetz, der Absenkung des Nennbetrags der Aktien sowie der Zulassung internationaler Rechnungslegungsstandards für die Konzernbilanz, der Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und dem dritten Finanzmarktförderungsgesetz.

²⁴ O.V. (Entwurf, 1998), S. 11.

²⁵ Jacob (Paradigmen, 1993), S. 99.

²⁶ Bleicher/Leberl/Paul (Unternehmensverfassung, 1989), S. 19.

²⁷ Kolbinger (Personalwesen, 1972), S. 62.

²⁸ Die Bezeichnung der Gesetze variiert. Die gebräuchlichsten Bezeichnungen sind Business Corporation Act, Business Corporation Law, Business Corporation Code. Merkt (Gesellschaftsrecht, 1991), RN 147.

²⁹ Bleicher/Paul (Entwicklungstendenzen, 1986), S. 265.