



Alexander Kitanoff

## Der Erwerb eigener Aktien

Aktienrückkäufe und Interessen  
der Gläubiger, Aktionäre und des  
Kapitalmarkts



# Kapitel 1 Dogmatische Grundlagen

## A. Rechtshistorische Entwicklung

### *1. Fehlen einer gesetzlichen Regelung vor 1870*

Die Geschichte des Erwerbs eigener Aktien beginnt Mitte des 19. Jahrhunderts. Aktiengesellschaften entwickelten sich in größerer Anzahl erst im ausgehenden 18. Jahrhundert, noch bevor eine rechtliche Regelung für sie existierte<sup>1</sup>. Schon damals trat die der Aktiengesellschaft ureigenste Funktion hervor – nämlich die eines Kapitalsammelbeckens<sup>2</sup>. Die Kolonialisierung durch die europäischen Großmächte und die industrielle Revolution riefen ein Bedürfnis nach Kapital hervor, das mit den hergebrachten Handelsformen nicht mehr befriedigt werden konnte. Die ökonomische Realität war es, die die Aktiengesellschaften hervorbrachte, noch bevor eine rechtliche Regelung derselbigen existierte<sup>3</sup>. Da in Deutschland die industrielle Revolution später als bei den anderen europäischen Großmächten einsetzte, kamen Aktiengesellschaften erst im 19. Jahrhundert vermehrt auf; dabei handelte es sich vornehmlich um Gesellschaften des Eisenbahnwesens<sup>4</sup>.

Das Institut des Rückerwerbs von Aktien war den in der AG Verantwortlichen bekannt und in Ermangelung einer gesetzlichen Regelung bzw. eines Ver-

---

1 Schmidt, Gesellschaftsrecht, 3. Aufl., § 26 II. 1. a).

2 Assmann, in: Großkommentar, AktG, 4. Aufl., Einl. Rn. 292 ff.; es geht um die Transformation kurzfristig verfügbarer Ersparnisse in langfristiges Unternehmensvermögen. Kübler/Assmann, Gesellschaftsrecht, 6. Aufl., S. 238; Heider, in: Münchener Kommentar, AktG, 2. Aufl., § 1 Rn. 96.

3 Zu den Ursprüngen der Aktiengesellschaften: Assmann, in: Großkommentar, AktG, 4. Aufl., Einl. Rn. 12 ff.; Fick, ZHR 5 (1862), S. 1 ff.; Bösselmann, Entwicklung des deutschen Aktienwesens, S. 49 ff.; Reich, in: Ius Commune, Veröffentlichung des Max-Planck-Instituts, S. 239 ff.; Lehmann, Entwicklung des Aktienrechts, (1895); Renaud, Das Recht der Actiengesellschaften (1863), S. 1 ff., der auf S. 7 ff. darauf hinweist, dass das Aktienwesen seine Wurzeln auch im germanischen Recht habe, nämlich im Gewerkschaftswesen mit ihren negoziablen Kuxen im 12. Jahrhundert.

4 Zu der Bedeutung des Eisenbahnwesens für die Entwicklung der AG in Deutschland im 19. Jahrhundert: Reich, in: Ius Commune, Veröffentlichung des Max-Planck-Instituts, S. 249 ff.; nach Renaud, a. a. O., S. 26 f. war die im Jahre 1719 in Wien gegründete „orientalische Compagnie“ die erste deutsche Aktiengesellschaft.

bots wurden eigene Aktien auch angekauft. Als Zweck eines Ruckerwerbs wird von zeitgenössischen Autoren durchweg der der Amortisation angegeben<sup>5</sup>. Darunter ist der Ankauf von Aktien mit anschließender Vernichtung der Aktienurkunden zu verstehen, allerdings ohne damit eine Herabsetzung des Grundkapitals zu verbinden. Der wirtschaftliche Hintergrund bestand darin, den Wert der ausstehenden Aktien zu erhöhen, einerseits durch die Aussicht auf eine höhere Dividende, andererseits durch den Vermögenszuwachs, der dadurch bedingt ist, dass sich das Gesellschaftsvermögen nun auf weniger Aktien verteilt<sup>6</sup>. Ein weiteres Motiv für Aktienrückkäufe war die damals weit verbreitete Ansicht, dass das Grundkapital als Schuld der Gesellschaft angesehen wurde, die durch den Ruckerwerb und die anschließende Einziehung von Aktien verringert werden sollte<sup>7</sup>.

Eine gesetzliche Regelung des Aktienrückkaufs findet sich vor 1870 nicht. Das preußische Aktiengesetz von 1843<sup>8</sup> enthielt immerhin in § 15 das Verbot der Rückforderung der geleisteten Einlage sowie in § 17 das an die AG gerichtete Verbot, ihr festgelegtes Grundkapital durch Rückzahlungen an die Aktionäre zu vermindern. Obwohl man rein begrifflich den Rückkauf von Aktien als Rückzahlung unter die genannten Vorschriften subsumieren könnte, wurde der Rückkauf von Aktien überwiegend für zulässig erachtet. Bereits damals unterschied man zwischen dem Grundkapital (damals auch Stammkapital genannt) und dem Gewinn einer Gesellschaft. Nur ersteres war von einer willkürlichen Verteilung unter den Aktionären ausgenommen<sup>9</sup>, während letzterer grundsätzlich an die Aktionäre ausgeschüttet werden konnte. Alternativ zur Ausschüttung konnten die Erträge in einen Reservefond eingestellt werden<sup>10</sup>, der allerdings nicht ge-

---

5 Pöhls, Das Recht der Actiengesellschaften, (1842), S. 250 ff.; Renaud, Das Recht der Actiengesellschaften, (1863), S. 680 ff.; Bösselmann, Entwicklung des deutschen Aktienwesens, S. 159 ff.

6 Renaud, Das Recht der Actiengesellschaften, (1863), S. 680: „*Indem nun der Actienverein die in dieser Weise in seine Hand zurückgekehrten Actiendocumente vernichtet oder an sich behält, wird der Preis der nicht eingezogenen Actien durch die Aussicht auf reichere Dividenden so wie auf einen grösseren Theil des Vermögens der Gesellschaft bei deren Auflösung gesteigert, ...*“.

7 Bösselmann, Entwicklung des deutschen Aktienwesens, S. 155, 159.

8 Gesetz über die Aktiengesellschaften für die Königlich Preussischen Staaten vom 09. November 1843, Gesetzessammlung für die Königlich Preussischen Staaten, 1843, Nr. 31, S. 341 ff, abgedruckt in: Neudrucke Privatrechtlicher Kodifikationen und Entwürfe des 19. Jahrhunderts, Band 5, Theodor Baums (Hrsg.).

9 Renaud, Das Recht der Actiengesellschaften, (1863), S. 58 und 669.

10 Nachweise bei Renaud, a. a. O., S. 678. Der Reservefond entspricht somit den heutigen Gewinnrücklagen, die sich aus aufgespeicherten Gewinnen zusammensetzen. Der Reservefond wurde erst durch die Aktiennovelle von 1884 zu einer gesetzlich vorgeschriebenen Rücklage, Nachweise bei: Bezzenberger, Kapital der AG, S. 55 ff. Das

setzunglich vorgeschrieben war, sondern in den Statuten der AG vorgesehen sein musste. Oder die Gewinne konnten in einen sog. Amortisationsfond eingestellt werden, dessen Zweck darin bestand, Aktienrückkäufe zu finanzieren<sup>11</sup>. Da somit Aktienrückkäufe nur aus den Gewinnen der Gesellschaft bezahlt wurden, wurde in der Kaufpreiszahlung an die Aktionäre kein Verstoß gegen §§ 15, 17 des preußischen Aktiengesetzes gesehen<sup>12</sup>.

Der Ruckerwerb von Aktien war folglich grundsätzlich zulässig, ein gesetzlicher Regelungsbedarf wurde nicht gesehen, da nach damaliger Vorstellung Gläubigerinteressen nicht berührt waren, solange das Grundkapital nicht angetastet wurde<sup>13</sup>. Ein Grund dafür war sicherlich auch darin zu sehen, dass das Konzessionssystem dafür sorgte, dass die staatlichen Aufsichtsbehörden über Kapitalmaßnahmen und Rückzahlungen aus dem Grundkapital der konzessionierten AGs wachten<sup>14</sup>. Dogmatische Bedenken gegen diesen Vorgang bestanden nicht. Immerhin erwähnt *Renaud*, dass „das Actienrecht so lange nicht besteht, als dasselbe nicht einen Träger gefunden...“ hat<sup>15</sup>.

---

damalige Recht erweist sich als ausschüttungsfreundlicher als das heutige Recht, denn die Aktionäre hatten Anspruch auf Verteilung des gesamten Gewinns (*Renaud*, a. a. O. S. 679). Die in den Reservefond eingestellten Mittel sollten daneben dazu dienen, Verluste des Grundkapitals auszugleichen. Daraus erhellt sich die Funktion der Art. 216 und 217 des ADHGB, wonach unter die Aktionäre nur der reine Gewinn verteilt werden durfte, der sich nach der Bilanz ergebe. Und Reingewinn war nur der Betrag, der über das Grundkapital hinausgeht, zu verstehen vgl. *Renaud*, a. a. O., S. 59; § 57 Abs. 3 AktG entspricht in etwa den genannten Vorschriften.

11 Dass der Amortisationsfond aus Gewinnen der Gesellschaft gespeist wurde, wird übereinstimmend erwähnt von *Brinckmann*, Lehrbuch des Handelsrechts, (1853-1860), S. 254 bei Fußnote 19 und *Renaud*, Recht der Actiengesellschaften, (1863), S. 681. Nach *Pöhls*, a. a. O., S. 250 ff., war vom Amortisationsfond der Tilgungsfond zu unterscheiden, der der Rückführung der Schulden der AG diene.

12 *Brinckmann* und *Renaud*, jeweils a. a. O.; das Verbot der Einlagenrückgewähr wurde damals also nur auf das Grundkapital selbst bezogen, während das darüber hinausgehende Vermögen frei verfügbar war.

13 Deutlich wird dies bei *Renaud*, Recht der Actiengesellschaften, (1863), S. 587 ff., wonach selbst eine statutenwidrige Gewinnverteilung unter den Aktionären für die Gläubiger als irrelevant erachtet wird, solange nur der Reingewinn ausbezahlt wird und das Grundkapital erhalten bleibt. Damals war aber das Grundkapital weitgehend identisch mit dem Eigenkapital, vgl. *Bezzenger*, Kapital der AG, S. 56.

14 *Brinckmann*, Lehrbuch des Handelsrechts, (1853-1860), S. 256; *Endemann*, Das deutsche Handelsrecht, (1868), S. 316; *Renaud*, Recht der Actiengesellschaften, (1863), S. 63; zum Konzessionssystem im 19. Jahrhundert: *Bösselmann*, Entwicklung des deutschen Aktienwesens, S. 116 ff.

15 *Renaud*, Recht der Actiengesellschaften, (1863), S. 375. Nach *Endemann*, Recht der Aktiengesellschaften, (1873), S. 64, soll eine Aktiengesellschaft nach Erwerb aller ihrer Aktien aufhören zu bestehen.

## II. Erste gesetzliche Regelung im Jahre 1870

Mit Einführung des Handelsgesetzbuchs im Jahre 1870<sup>16</sup> wurde der Rückkauf von Aktien einer gesetzlichen Regelung zugeführt. Der Wechsel hin zum System der Normativbestimmungen unter Aufgabe des Konzessionssystems ließ die staatliche Beaufsichtigung der Aktiengesellschaften entfallen. Dies hatte auch Auswirkungen auf den Erwerb eigener Aktien. Art. 215 Abs. 3 des ADHGB (1870)<sup>17</sup> verbot den Rückerwerb von Aktien; die Möglichkeit der Amortisation, die früher eine so große Rolle gespielt hatte, wurde eingeschränkt. Diese drastische Kehrtwende begründete der Gesetzgeber vorwiegend mit dogmatischen Einwänden gegen den Ankauf eigener Aktien. Nach den Motiven sei ein derartiger Ankauf mit dem Wesen der AG unvereinbar, da die Gesellschaft nicht ihr eigener Aktionär sein könne<sup>18</sup>.

Ob diese dogmatischen Erwägungen ausschlaggebend für das Verbot waren, ist zweifelhaft; denn zuvor wurden niemals solch grundsätzliche Bedenken geäußert<sup>19</sup>. Möglicherweise wurde nur eine Begründung vorgeschoben, um anderen Gefahren entgegenzutreten. So soll es an der Wiener Börse im Jahre 1869 zu Betrugereien gekommen sein, bei denen eigene Aktien eine bedeutende Rolle gespielt haben sollen<sup>20</sup>. Letztlich ist unklar, was den Gesetzgeber des Jahres 1870 zu einer solchen Radikalmaßnahme drängte, denn in Deutschland waren derartige Missstände, so wie sie sich in Österreich 1869 ereignet haben sollen, damals unbekannt<sup>21</sup>.

---

16 Ausführlich zu der Aktienrechtsnovelle von 1870: Schubert, ZGR 1981, 285.

17 Gesetz vom 11. Juni 1870, Bundesgesetzblatt 1870 I, Nr. 21, S. 375 ff.

18 Zitiert nach: Auerbach, Das Actienwesen, S. 53. Ferner wurde es als bedenklich eingestuft, wenn der Vorstand Rechte aus eigenen Aktien wahrnehmen würde, zudem wurde der Schutz der Gläubiger erwähnt.

19 Auch das ROHG, Urt. v. 13. Oktober 1871 – Rep. 505/71 –, in ROHG E 3, 331, 332, erwähnt, dass die Aufhebung des Konzessionssystems der wesentliche Grund für das Verbot war, vgl. auch Gerber, Diss. (1932), S. 6.

20 Dieser Umstand wird erwähnt von: Schön, Wesen der eigenen Aktie, S. 2; Maltschew, S. 46 f. Der Streit über den Sinn des Erwerbs eigener Aktien wurde auch damals in der österreichischen Presse ausgetragen. Der Rechtsanwalt Jacques kritisierte in der Allgemeinen Österreichischen Gerichtszeitung, 1869 Nr. 50 vom 22. Juni 1869, S. 197 ff. heftig den Rückerwerb von Aktien. Ihm entgegnete Endemann, Allgemeine Österreichische Gerichtszeitung, Nr. 78 vom 28. September 1869, Nr. 79 vom 01. Oktober 1869 und Nr. 80 vom 05. Oktober 1869, der im Gegensatz zu Jacques eigenen Aktien einen Wert beimisst.

21 Schön, Wesen der eigenen Aktie, S. 4; dagegen erwähnt Lewin, Diss. (1911), S. 3, dass es auch in Deutschland beim Ankauf eigener Aktien durch Aktienbanken zu Missständen gekommen sei.

Das Verbot führte auch in der Rechtspraxis bald zu erheblichen Problemen: so war es kurz nach der Aktiennovelle umstritten, ob der Rückerwerb von Aktien zulässig sein sollte, wenn er zwecks Amortisation erfolgte. Diese Problematik gewann im Gründerkrach von 1873 an Bedeutung<sup>22</sup>. Viele Aktiengesellschaften wollten ihr zu hoch bemessenes Grundkapital dem wirklichen Kapitalbedarf anpassen, wofür der Erwerb eigener Aktien prädestiniert war<sup>23</sup>. Dass das ROHG Art. 215 Abs. 3 ADHGB als *lex absoluta*, also ein absolutes Verbotsgesetz anseh<sup>24</sup>, führte zu Unsicherheiten im Rechtsverkehr. Dafür entschied das ROHG, dass das Verbot des Art. 215 Abs. 3 ADHGB nicht einem Ankauf von Aktien entgegenstehe, welcher zum Zwecke der Kapitalherabsetzung erfolgte<sup>25</sup>.

### III. Aktienrechtsnovelle von 1884

Das Verbot aus dem Jahre 1870 stand von Anfang an unter Kritik<sup>26</sup>. Neben der Erschwerung einer Kapitalherabsetzung warf das Verbot auch beim Eigenhandel von Aktienbanken Probleme auf<sup>27</sup>. All diese Missstände führten dazu, dass der Gesetzgeber bereits in der Aktienrechtsnovelle von 1884<sup>28</sup> die nächste Kehrtwende vollzog. Der neue Art. 215d ADHGB kam in mehreren Punkten der Kritik an den Unzulänglichkeiten der Vorgängervorschrift entgegen. Dies zeigte sich am deutlichsten darin, dass das zwingende Verbot in eine „Soll“-Bestimmung umgewandelt wurde. Damit stellte der Gesetzgeber klar, dass ein Verstoß gegen Art. 215d ADHGB nicht mehr die Nichtigkeit von Aktienrückkäufen zur Folge haben soll<sup>29</sup>. Es sollten die Unzuträglichkeiten im Rechtsverkehr beseitigt werden, die darin bestanden, dass beim anonymen Börsenhandel der Verkäufer

---

22 Dazu: Reich, in: *Ius Commune*, Veröffentlichung des Max-Planck-Instituts, S. 268 ff.; Lewin, Diss. (1911), S. 10; Zahlenmaterial bei: Bezzenberger, *Kapital der AG*, S. 68.

23 Schön, *Wesen der eigenen Aktie*, S. 7; Goldschmidt, ZHR 21 (1876), 1, 3.

24 ROHG, Urt. v. 07. Mai 1875 – Rep. 388/75 –, ROHG E 17, 381, 385 und ROHG, Urt. v. 13. Juni 1876 – Rep. 464/76 –, ROHG E 22, 191, 193.

25 ROHG, Beschwerde-Bescheid. v. 04. Februar 1876 – Journ. 823/76 –, ROHG E 18, 423, 425. Das Gericht folgte damit der nur kurz zuvor veröffentlichten Auffassung Goldschmidts, ZHR 21 (1876), 1 ff.; vgl. Thöl, *Handelsrecht*, (1879), S. 527.

26 Goldschmidt, ZHR 21 (1876), 1, 11: „*Unbedenklich aber entspricht mindestens der dritte Satz dem Bedürfnis des Verkehrs keineswegs.*“; Lehmann, *Recht der Aktiengesellschaft*, Band II, 1904, S. 81.

27 Keyßner, ADHGB-Kommentar, (1878), Art. 215 Nr. 6; Nord, ZBH 1931, 176, 181.

28 Gesetz betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und Aktiengesellschaften vom 18. Juli 1884, RGBl. Nr. 22, S. 123.

29 Gesetzesmotive abgedruckt: *Stenographische Protokolle der Verhandlungen des Reichstages*, Band 3, Drucksache 21/1884, S. 233, 330 ff.; auch abgedruckt bei: Schubert/Hommelhoff, *100 Jahre modernes Aktienrecht*, S. 500 ff.

schließlich nicht wissen könne, dass er mit seiner AG kontrahiere. Ein Verstoß gegen Art. 215d ADHGB hatte somit nur noch die haftungsrechtliche Verantwortlichkeit der Gesellschaftsorgane zur Folge<sup>30</sup>. Ferner wurde die Durchführung einer Einkaufskommission ausdrücklich in Art. 215d Abs. 1 S. 1 ADHGB vom Verbot ausgenommen, womit den Bedürfnissen der Aktienbanken entsprochen wurde. Die Amortisation eigener Aktien wurde in Art. 215d Abs. 2 ADHGB wieder erleichtert.

Damit waren die wesentlichen Kritikpunkte an der alten Regelung beseitigt. Quelle späterer Unklarheiten sollte aber eine andere Wendung der Neufassung sein. Nach der Neuregelung sollte die AG eigene Aktien nicht „*im geschäftlichen Betriebe*“ erwerben. In der Gesetzesbegründung kommt recht deutlich zum Ausdruck, was damit gemeint war. Die Gesetzesmotive nennen beispielhaft den Erwerb durch Schenkung oder im Wege der Zwangsvollstreckung als zulässige Erwerbsfälle, ebenso den Erwerb im Wege des Erbgangs<sup>31</sup>. Demnach sollte also der erlaubte Aktienrückkauf nur auf sehr wenige, außergewöhnliche Anwendungsfälle beschränkt sein. Die Praxis ging aber sehr schnell dazu über, die genannte Formulierung eng auszulegen. Der Rückerwerb sollte dann nicht mehr zum geschäftlichen Betriebe gehören, wenn die Aktien aus einer Zwangslage heraus erworben werden<sup>32</sup>. Die Umwandlung in eine „*Soll*“-Bestimmung sowie die unklare Auslegung des Art. 215d ADHGB förderte diese Entwicklung und führte dazu, dass die Vorschrift nicht beachtet wurde<sup>33</sup>. Art. 215d ADHGB (1884) wurde, mit einer kleinen sprachlichen Korrektur, unverändert in das HGB von 1897<sup>34</sup> als §§ 226, 227 HGB übernommen.

---

30 Völderndorff, in: Gesetzgebung des Deutschen Reiches, Band IV, Art. 215d ADHGB sub. I.

31 Staub, ADHGB-Kommentar, 5. Aufl., Art. 215d § 2.

32 Staub, a. a. O.

33 „*Es gibt keinen Paragraphen, der so allgemein bekannt und so allgemein ignoriert wird, wie § 226 HGB.*“, Saeckel, Berliner Tageblatt vom 17. Mai 1931, zitiert nach Schön, Wesen der eigenen Aktie, S. 13.

34 RGBl. Nr. 23, S. 219; aus der Wendung „*im geschäftlichen Betriebe*“ wurde „*im regelmäßigen geschäftlichen Betriebe*“. Damit war aber nur eine Anpassung an den Sprachgebrauch des BGB beabsichtigt, eine inhaltliche Änderung war hingegen nicht beabsichtigt, vgl. Schön, Wesen der eigenen Aktie, S. 9 und Zumloh, Diss. (1929), S. 5.

#### IV. Weltwirtschaftskrise und die deutsche Bankenkrise – die Notverordnung von 1931

Die Praxis konnte mit § 226 HGB gut leben, gab er ihr doch die nötige Flexibilität für Aktienrückkäufe. Die damaligen Probleme um § 226 HGB hatten eher Nebensächliches zum Gegenstand. Beispielsweise war es streitig, ob der Gesellschaft aus eigenen Aktien Rechte zustünden, namentlich für das Stimm- und das Gewinnbezugsrecht entfaltetete sich, in Ermangelung einer eindeutigen Regelung, eine rege Kontroverse<sup>35</sup>.

Die Frage, ob die AG, vertreten durch den Vorstand, die Stimmrechte der eigenen Aktien ausüben könne, war von großer Bedeutung. Denn die Bejahung dieser Frage würde es dem Vorstand erlauben, sich weitgehend der Kontrolle durch die Hauptversammlung zu entziehen<sup>36</sup>. Die wohl überwiegende Meinung verneinte zwar ein Stimmrecht aus eigenen Aktien, jedoch bestand in dieser Frage keine Klarheit<sup>37</sup>. Daher gingen viele Gesellschaften dazu über, neue Aktien bei einem Bankenkonsortium zu platzieren, das sich vertraglich dazu verpflichtete, das Stimmrecht nach Weisung des Vorstands auszuüben. Solchermaßen verwendete Anteilspapiere nannte man „Verwaltungsaktien“<sup>38</sup>. Mittels der sog. Verwaltungsaktien war es dem Vorstand der AG und den mit ihm verbündeten Großaktionären möglich, den Einfluss der Hauptversammlung auf die Geschicke

---

35 Ein Dividendenbezugsrecht der AG wird befürwortet von: Zumloh, Diss. (1929), S. 21; Goldschmit, in: HGB-Kommentar (1927), § 226 Nr. 5; Lehmann, Recht der Aktiengesellschaften, Band II (1904), S. 86; Lewin, Diss. (1911), S. 62; Werneburg, ZHR 90 (1927), 204, 205; a. A.: Ruth, Verwaltungsaktien, S. 3.

36 Wobei auch dieser Schluss nicht zwingend ist. Wie Ruth, Verwaltungsaktien, S. 7 f. zutreffend ausführt, müsste ein fortbestehendes Stimmrecht aus eigenen Aktien den Aktionären zugewiesen werden – im Ergebnis bestünde dann kein Unterschied zu der Auffassung, die ein Stimmrecht aus eigenen Aktien ganz versagt. Allgemein zum Stimmrecht aus eigenen Aktien: Zöllner, in: Festschrift Westermann, S. 603, 604, 608.

37 Born, Die deutsche Bankenkrise, S. 153 berichtet, dass in vielen Fällen der Vorstand in der Generalversammlung das Stimmrecht selbst ausübte. Das RG (Urt. v. 21. Oktober 1921 – II 113/21 –, RG Z 103, 64) verneinte das Stimmrecht aus eigenen Anteilen, allerdings bezog sich das Urteil auf die GmbH. Dennoch kam diesem Urteil ein Präjudiz für das Aktienrecht zu.

38 Zum Phänomen der Verwaltungsaktien ausführlich: Ruth, Verwaltungsaktien, S. 13 ff.; der Sinn besteht in der Umgehung des von der überwiegenden Meinung abgelehnten Stimmrechts aus eigenen Aktien. Von der Verwaltungsaktie zu unterscheiden ist die sog. „Vorratsaktie“; der Unterschied besteht darin, dass letztere nicht dauerhaft beim Aktienzeichner verbleiben sollte, sondern nach Weisung des Vorstands weiter verwertet werden sollte, z. B. als Akquisitionswährung, vgl. Ruth, a. a. O., S. 14 f. Die Terminologie ist aber nicht einheitlich: Schmulewitz, Verwaltungsaktie, S. 45 nennt die an die Verwaltung gebundenen Aktien „Vorratsaktien“.



der Gesellschaft entscheidend zu schwächen. Angesprochen ist damit das „Unternehmen an sich“<sup>39</sup>. Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund der Geschichte der Weimarer Republik zu sehen: bedingt durch die Inflation sollte die Stärkung der Stellung des Vorstands ein Mittel gegen Überfremdungsängste gegenüber ausländischen, insbesondere angelsächsischen Investoren sein<sup>40</sup>.

Die Schwächen und Unklarheiten, die dem damaligen § 226 HGB anhafteten, traten mit der Weltwirtschaftskrise ab 1929 offen zu Tage. Ausgelöst durch den New Yorker Börsenkrach von Oktober 1929 stürzte die Weltwirtschaft in die Depression – Deutschland, geschwächt durch den verlorenen Weltkrieg, Inflation, Besetzung des Ruhrgebietes und durch Reparationsleistungen, wurde davon am härtesten getroffen. Der schrumpfende Welthandel traf vor allem den deutschen Außenhandel hart<sup>41</sup>. Die in den vorhergehenden fünf Jahren aufgebauten Produktionskapazitäten erwiesen sich als nutzlos, was noch durch den enormen Verfall der Konsumgüterpreise verstärkt wurde<sup>42</sup>. Aber nicht nur die Produktionsgüterindustrie rutschte in die Krise. Auch die Finanzwirtschaft wurde schwer getroffen. Die deutschen Banken waren in noch höherem Maße als die Industrie von ausländischem Fremdkapital abhängig, das allerdings kurzfristig abgezogen werden konnte<sup>43</sup>. Dies führte bei den Banken zu einer Liquiditätskrise, die durch zahlreiche Insolvenzen noch verstärkt wurde und in der deutschen Bankenkrise im Sommer 1931 kulminierte.

In dieser Situation kam es ab Ende 1930 vermehrt zu Aktienrückkäufen<sup>44</sup>, dies aber aus unterschiedlichen Motiven<sup>45</sup>: Die Industrieunternehmen sahen sich nicht mehr in der Lage, ihre vorhandenen liquiden Mittel rentabel zu investieren. Da es damals noch keine vereinfachte Kapitalherabsetzung gab<sup>46</sup>, war der Rückerwerb eine flexible Möglichkeit, um die eigenen Anteile einzuziehen und somit das Kapital dem verminderten Geschäftsumfang anzupassen.

---

39 Hierzu Huber, in: Festschrift Duden, S. 137, 140 f.

40 Solche nationalökonomischen Beweggründe finden sich bei: Schmulewitz, Verwaltungsaktie, S. 27; Binapfl, Diss. (1932), S. 6; Gerber, Diss. (1932), S. 50.

41 Born, Die deutsche Bankenkrise, S. 38: während das Exportvolumen der deutschen Wirtschaft im Jahre 1929 noch 13, 5 Milliarden Reichsmark betrug, lag es zwei Jahre später nur noch bei 9, 6 Milliarden RM.

42 Born, Die deutsche Bankenkrise, S. 37.

43 Unter dem Eindruck der schweren Krise in Deutschland und den Wahlerfolgen der NSDAP kam es zu einer Kündigung von Krediten in Höhe von 700 Millionen Reichsmark, eine für damalige Verhältnisse unglaublich hohe Summe, vgl. Born, a. a. O., S. 57/58.

44 Flechtheim, Bank-Archiv 1931/32, 10, 11.

45 Zu den Gründen für Aktienrückkäufe in der Weltwirtschaftskrise: Maltschew, S. 32.

46 Oechsler, ZHR 170 (2006), 72, 74 f.

Anders dagegen die Banken: sie bezweckten mit Aktienrückkäufen vor allem die Kurspflege, was nicht zuletzt mit Prestigeerwägungen zu erklären war<sup>47</sup>. Dabei machten die Banken weitaus mehr Gebrauch von Aktienrückkäufen als die Industrie<sup>48</sup>. Aktienrückkäufe zwecks Kursstützung wurden in der damaligen Zeit geradezu als ein „*nobile officium*“<sup>49</sup> und als vereinbar mit dem Wortlaut des § 226 HGB angesehen. Hierin zeigt sich, dass die Rechtsanwender den vom Gesetzgeber dem § 226 HGB beigelegten, sehr beschränkten Zweck grundsätzlich verkannten bzw. verkennen wollten.

Der Tiefpunkt der Bankenkrise war schließlich der Zusammenbruch der Danat-Bank (Darmstädter- und Nationalbank): durch ihr verlustreiches Engagement bei der Nordwolle AG konnte die Danat-Bank ihre Zahlungsverpflichtungen nicht mehr erfüllen. Zudem stellte sich heraus, dass sich das „Vermögen“ der Bank bei einem Grundkapital von 60 Millionen Reichsmark in Höhe von 35 Millionen Reichsmark aus eigenen Aktien zusammensetzte<sup>50</sup>. Da es zu dieser Zeit keine Publizitätsvorschriften in Bezug auf eigene Aktien gab, erfuhr das Börsenpublikum erst viel zu spät aus der Presse über das Ausmaß der Aktienrückkäufe.

Dieses Desaster zwang die Reichsregierung zum Handeln. Reichspräsident Hindenburg erließ am 19. September 1931 eine Notverordnung (gestützt auf den damals bedeutsamen Art. 48 WRV), die – neben anderen Änderungen – den Regelungsgehalt von § 226 HGB völlig änderte<sup>51</sup>. Zwar kam es nicht zu einem Totalverbot wie 1870, aber der Rückerwerb wurde an deutlich höhere Voraussetzungen geknüpft. Ein Aktienrückkauf war nach § 226 HGB (1931) nur noch zulässig zur Abwendung eines schweren Schadens (Abs. 1 S. 1), zur Ausführung einer Einkaufskommission (Abs. 1 S. 2 Nr. 1) und zwecks Einziehung der eigenen Aktien (Abs. 1 S. 2 Nr. 2). Zudem wurde das Rückkaufvolumen auf 10 % beschränkt, eine Bestimmung, die bis heute in Kraft ist<sup>52</sup>. Von Bedeutung war

---

47 Born, Die deutsche Bankenkrise, S. 61; Maltschew, a. a. O.

48 Zahlenmaterial bei: Maltschew, S. 28/29 und Born, a. a. O., S. 60; Während Industrieunternehmen nur 10 – 20 % ihrer Aktien zurückkauften, waren es bei den Banken 36 – 64 %. Der Barmer Bankenverein hielt im Juli 1932 63, 9 % seiner Aktien, die Danat-Bank 58, 3 % und die Dresdner Bank 55 %.

49 Flechtheim, Bank-Archiv 1931/32, 10, 11; ders. in Bank-Archiv 1929, 265, 268.

50 Hintergründe zum Engagement der Danat-Bank bei der Nordwolle AG bei: Müller, Die eigene Aktie, S. 72 ff.; Born, Die deutsche Bankenkrise, S. 87 ff. Auf dem Höhepunkt der Bankenkrise des Sommers 1931 kam es sogar zu bis dato unvergleichlichen Bankfeiertagen, um einen weiteren Abzug von Liquidität zu verhindern.

51 Übersicht über die Notverordnung bei: Pinner, JW 1931, 2930.

52 Unklar ist nach wie vor die Herkunft der 10 % – Bestandsgrenze. Nußbaum weist in der JW 1932, 2583, 2586 die Verantwortung für die Erfindung dieser Bestimmung von sich, welche ihm zuvor von Quassowski zugewiesen wurde, JW 1931, 2914, 2920. Nach Oechsler, ZHR 170 (2006), 72, 74 habe man sich bei Implementierung

ferner § 226 Abs. 5 HGB (1931), der die oben erwähnte Streitfrage in dem Sinne entschied, dass das Stimmrecht und das Dividendenrecht ruhen.

Der damalige § 226 HGB wurde in nur leicht geänderter Form als § 65 AktG in das Aktiengesetz von 1937<sup>53</sup> übernommen. Der Kern des heutigen § 71 AktG geht folglich auf die Notverordnung von 1931 zurück<sup>54</sup>, eine Vorschrift, die in einer besonderen Situation in großer Eile gefasst wurde und über die keine Gesetzgebungsmaterialien vorliegen<sup>55</sup>. Dies ist zu bedenken, wenn man heute die §§ 71 ff. AktG anwendet und auslegt.

#### *V. Umsetzung der Kapitalrichtlinie 1978 und das KonTraG 1998*

Zu ersten Änderungen des § 65 AktG kam es im Zuge der Aktienrechtsreform aus dem Jahre 1965<sup>56</sup>, die den Aktienrückkauf nun in § 71 AktG regelte. Zu einer größeren Umgestaltung kam es erst 1978. Am 13. Dezember 1976 hat der Rat der Europäischen Gemeinschaft die Zweite Richtlinie zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts verabschiedet<sup>57</sup>, für die sich bald der Name „Kapitalschutzrichtlinie“ einbürgerte. Diese Richtlinie war innerhalb von zwei Jahren von den Mitgliedsstaaten in nationales Recht umzusetzen.

Deutschland kam dem mit dem Zweiten Gesellschaftsrechtlichen Koordinierungsgesetz vom 13. Dezember 1978<sup>58</sup> nach. Da die erwähnte Richtlinie sehr

---

dieser Bestandsgrenze an § 215 Abs. 1 S. 2 des Entwurfs zum AktG aus dem Jahre 1930 orientiert. Die Vermutung, der Verordnungsgeber habe sich am dänischen Vorbild orientiert, ist nicht erwiesen – vgl. Maltschew, S. 96, der gleichfalls in § 215 des AktG-E von 1930 die Ursache sieht.

53 RGBl. I 1937, S. 107; § 65 Abs. 7 AktG erkannte alle Rechte aus eigenen Aktien ab, während unter der Vorgängerbestimmung nur das Stimm- und Dividendenrecht verloren ging. Ferner wurde der unentgeltliche Erwerb durch § 65 Abs. 1 Nr. 1 AktG ausdrücklich zugelassen. Zudem bestimmte § 52 Abs. 1 S. 2 AktG (1937), dass der zulässige Aktienrückerwerb nicht als eine Rückgewähr von Einlagen gilt – dem entspricht heute § 57 Abs. 1 S. 2 AktG.

54 Klass, S. 37.

55 Nach Flechtheim, Bank-Archiv 1931/32, S. 10 handelt es sich bei der Notverordnung um „bewusstes Stückwerk“. Siehe auch: Oechsler, ZHR 170 (2006), 72, 73, der im Zusammenhang mit der damals eingeführten Zehnprozentgrenze von einem übereilt zustande gekommenen Kompromiss der Tagespolitik spricht.

56 Gesetz vom 06. September 1965, BGBl. I, S. 1089.

57 Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft Nr. L 26/1 vom 31. Januar 1977. Zu der europäischen Kapitalrichtlinie: Habersack, Europäisches Gesellschaftsrecht, Rn. 178 ff.

58 BGBl. I, S. 1959; Gesetzesbegründung, BT-Drucksache 8/1678, S. 9 ff. Hierzu Hüfner, NJW 1979, 1065.

vom deutschen Recht geprägt war<sup>59</sup>, was sich u. a. in der Übernahme der Zehnprozent-Grenze des zulässigen Rückkaufvolumens zeigt<sup>60</sup>, musste der deutsche Gesetzgeber keine Totalrevision vornehmen, die Umsetzung der Kapitalrichtlinie führte für Deutschland zu einer Verschärfung der Bestimmungen des nationalen Rechts. Die Rede ist von § 272 Abs. 4 HGB<sup>61</sup>, auf den § 71 Abs. 2 S. 2 AktG verweist. Dadurch wird der Ruckerwerb in jedem Fall auf die frei verfügbaren Mittel beschränkt, also muss das sog. „Nettoaktivvermögen“ das Grundkapital samt gebundener Rücklagen überschreiten, Art. 19 Abs. 1 c) i. V. m. Art. 15 Abs. 1 a) der Richtlinie. Im Gegensatz zu dieser europarechtlichen Vorgabe war die Reakquisition vor dem Umsetzungsgesetz, welches zum 1. Juli 1979 rechtliche Geltung erlangte<sup>62</sup>, auch zu Lasten des gebundenen Kapitals möglich<sup>63</sup>. Deutschland sah damals davon ab, die durch Art. 19 Abs. 1 der Richtlinie 77/91 EWG angelegte Möglichkeit, dem Vorstand durch die Hauptversammlung eine Erwerbsermächtigung zu erteilen, zu kodifizieren<sup>64</sup>.

Daraufhin sollte für fast zwei Jahrzehnte wieder etwas Ruhe einkehren. Abgesehen von der Ausgliederung der Bilanzvorschriften in das HGB im Jahre 1985<sup>65</sup>, kam es erst im Zuge des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes<sup>66</sup> zu kleineren Änderungen: Neben einer Klarstellung im Wortlaut des § 71 Abs. 1 Nr. 2 AktG war vor allem die Einfügung des § 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG von Bedeutung, der den Banken nunmehr auch den Eigenhandel in ihren Aktien ermöglichte<sup>67</sup>.

Eine echte Liberalisierung des Aktienruckerwerbs erfolgte dann im Zuge des „Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich“ (KonTraG) im Jahre 1998<sup>68</sup>. War bis dahin der Erwerb an gesetzlich vorgegebene Zwecke

---

59 „Il est intéressant de remarquer que le droit allemand a fortement influencé la rédaction des articles 19 et 20 de la directive, au point que ceux-ci reprennent, souvent de façon à peu près textuelle, les termes de l'ancien § 71 de l'Aktiengesetz.“, Blaise/Germain, S. 212.

60 Blaise/Germain, a.a.O.: „C'est ainsi que le seuil de 10 % figurait déjà dans le § 71.“

61 Zum Zeitpunkt der Umsetzung der Richtlinie noch § 150a AktG a.F., aufgehoben durch Art. 2 des BiRiLiG vom 19. Dezember 1985, BGBl. I, S. 2355; nunmehr verankert in § 266 Abs. 3 A III Nr. 2 und § 272 Abs. 4 HGB.

62 Dazu Zilius/Lanfermann, WPg 1980, 61, 62.

63 Auf diesen häufig verkannten Gesichtspunkt weist zu Recht hin: Lutter, Festschrift für Murad Ferid, S. 599, 603 und ders., in: Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung, S. 433 bei Fn. 12.

64 Dies wurde mit dem zweifelhaften Wert des Erwerbs eigener Aktien begründet – vgl. BT-Drucksache 8/1678, S. 14 zu Nummer 14.

65 BiRiLiG vom 19. Dezember 1985, BGBl. I, S. 2355. Dazu: Haller, DB 1987, 645.

66 BGBl. I, S. 1749

67 Dazu: Oechsler, in: Münchener Kommentar, AktG, 2. Aufl., 71 Rn. 160 ff.

68 Gesetz vom 06. März 1998, BGBl. I, S. 786. Zum KonTraG: Claussen, AG 1996, 481; Günther/Muche/White, RIW 1998, 337; Kindl, DStR 1999, 1276; Schander, ZIP

gebunden, so ermöglichte der neue § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG den zweckfreien Erwerb, wenn eine Ermächtigung der Hauptversammlung vorliegt. Diese gesetzliche Regelung gab dem Ruckerwerb spürbaren Auftrieb; während anfangs noch wegen ungeklärter steuerrechtlicher Fragen Zurückhaltung vorherrschte<sup>69</sup>, setzte ab 1999 eine zunehmende Ruckerwerbsaktivität ein<sup>70</sup>.

Betrachtet man die rechtliche Entwicklung seit der Aktienrechtsreform von 1965, zeigt sich eine immer weiter gehende Liberalisierung dieses Rechtsinstitutes, was die praktische Notwendigkeit untermauert. Eine weitere Liberalisierung bahnt sich zudem auf europarechtlicher Ebene an: nach Vorarbeiten einer Arbeitsgruppe für eine sog. „SLIM-Initiative“, die 2004 ihren Richtlinienvorschlag für die Änderung der Zweiten Gesellschaftsrichtlinie vorlegte, hat im März 2006 das Europäische Parlament dem zugestimmt. Ob und inwieweit eine Umsetzung der geänderten Vorgaben ins deutsche Recht zu empfehlen ist, ist noch näher zu untersuchen.

## **B. Beweggründe für den Erwerb eigener Aktien**

### *I. Grundlagen*

Die mannigfachen Motive für ein Aktienrückkaufprogramm lassen sich auf zwei Grundmotive zurückführen: einerseits die Optimierung der Kapitalstruktur der Gesellschaft, zum anderen die Einwirkung auf den Aktionärskreis. Als weitere Hauptmotive kann man die Einflussnahme auf den Börsenkurs und den zweckfreien Eigenhandel in Aktien nennen. Letzteres ist aber nur für Aktienbanken von Bedeutung. Nachfolgend sollen die wesentlichen Erwerbsmotive dargestellt werden. Eine klare Trennung ist aber nicht möglich, da sich viele Erwerbsabsichten

---

1998, 2087; Wastl, Kreditwesen 1997, 1217; Zimmer, NJW 1998, 3521; Seibert, WM 1997, 1; Lingemann/Wasmann, BB 1998, 853; Gesetzentwurf des KonTraG, BT-Drucksache 13/9712, S. 1 ff.

69 Schander, ZIP 1998, 2087, 2090 und Günther/Muche/White, WPg 1998, 574, 585; diese steuerrechtlichen Unsicherheiten betrafen die Frage, ob der Erwerb eigener Aktien zwecks Einziehung als Umsatzgeschäft eingestuft werden könne; das Bundesfinanzministerium bejahte die Frage, BMF-Schreiben vom 02. Dezember 1998, – IV C 6 – S 2741 – 12/98 –; abgedruckt in: DB 1998, 2567.

70 Studie des Deutschen Aktieninstitutes (DAI) vom 01. Juni 1999, Der Erwerb eigener Aktien, S. 3 ff. Dieser Studie lagen Informationen über 337 Aktiengesellschaften zugrunde. Zum Untersuchungszeitpunkt verfügten 77 Unternehmen über Erwerbsermächtigungen der Hauptversammlungen, von denen teilweise bereits Gebrauch gemacht wurde. Der Anteil von Aktienrückkäufen an der Marktkapitalisierung betrug 1, 6 % – ein fast so hoher Wert wie in den USA (1, 9 %), a. a. O., S. 17.

überschneiden. Beispielsweise ist die mit einer Senkung der Kapitalkosten einhergehende Unternehmenswertsteigerung nicht nur eine Maßnahme im Sinne des *shareholder value*<sup>71</sup>, sondern zugleich eine präventive Schutzmaßnahme gegen ein Übernahmeangebot.

## II. Instrument des Finanzmanagements

Die unmittelbare Wirkung eines Aktienrückkaufs besteht in der Auszahlung nicht benötigter Liquidität an die Aktionäre. Das weitergehende Ziel liegt in der Steigerung des Unternehmenswertes. Der Unternehmenswert ist der Barwert des künftigen *Cash flows* (Zähler) geteilt durch die durchschnittlichen Kapitalkosten (Nenner). Der Rückkauf von Aktien kann hierbei als Instrument des Passiva-Managements fungieren<sup>72</sup>, zur Optimierung der Kapitalstruktur, d. h. des Verhältnisses von Fremd- zu Eigenkapital<sup>73</sup>. Eine Senkung der durchschnittlichen Kapitalkosten (d. h. Reduzierung des Nenners) erhöht dann den Unternehmenswert.

Dafür müssen zunächst die Höhe der Kapitalkosten, getrennt nach Eigen- und Fremdkapital, bestimmt werden. Die Kosten des Fremdkapitals entsprechen den Zinsen der zu bedienenden Schulden. Unter Eigenkapitalkosten sind die Renditeerwartungen der Anleger zu verstehen<sup>74</sup>. Da Aktionäre mit der Investition in Aktien ein höheres finanzielles Risiko eingehen als beim nahezu risikolosen Erwerb von Staatsanleihen, erwarten jene auch eine höhere Rendite, da sonst ein Engagement in Aktien keinen Sinn ergeben würde<sup>75</sup>. Die Eigenkapitalkosten liegen daher regelmäßig über den Kosten des Fremdkapitals.

Eine Ausschüttung von Kapital erhöht dann die Eigenkapitalrendite, wenn die Liquidität bisher keine oder keine genügende Rendite abgeworfen hat<sup>76</sup>. Dieser

---

71 Hierzu: Werder, ZGR 1998, 69.

72 Rams, Die Bank 1997, 216, 217: Passiva-Management meint hier die Gestaltung der rechten Bilanzseite. Im Gegensatz dazu geht es beim Aktiva-Management um die Restrukturierung des Unternehmens, Konzentration auf die Kerngeschäftsfelder. Andere Terminologie bei Kellerhals/Rausch, AG 2000, 222, 223: *asset-management* (Aktiva) und *liability-management* (Passiva).

73 Schmidt/Terberger, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl., S. 238.

74 Süchting, Finanzmanagement, 6. Aufl., S. 529; Pape, BB 1998, 1783, 1787.

75 Schmidt/Terberger, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl., S. 239; neben einem allgemeinen Aufschlag auf das Aktienrisiko erwarten Anleger noch eine Vergütung der spezifischen Unternehmensgefahr.

76 Böhm, in: Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 331; allerdings steigt das Unternehmensrisiko, da das gesamte Kapital dann im operativen Bereich investiert ist.

Effekt kann verstärkt werden, wenn der Rückkauf nicht durch Auflösung vorhandener Liquiditätsreserven finanziert wird, sondern durch die Aufnahme von neuen Schulden („leverage-Effekt“)<sup>77</sup>. Wenn die Kosten des Fremdkapitals unter denen der bisherigen Eigenkapitalrendite liegen, führt dies zu einer Senkung der Gesamtkapitalkosten. Je höher der Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital der AG ist, desto höher ist dann die Rendite des Eigenkapitals<sup>78</sup>. Die Substitution von Eigen- durch Fremdkapital erscheint somit sehr verlockend, vor allem in Niedrigzinsphasen. Aber dem sind faktische Grenzen gesetzt: der erhöhte Verschuldungsgrad wird die Kreditgeber zu einer höheren Risikoprämie veranlassen, was die Kapitalkosten wieder ansteigen lässt<sup>79</sup>. Außerdem steigt mit zunehmender Verschuldung die Insolvenzgefahr<sup>80</sup>.

Nicht benötigte Liquidität könnte auch durch Dividenden ausgeschüttet werden. Doch der Rückkauf von Aktien weist in diesem Fall einige Vorteile auf<sup>81</sup>: gerade wenn es um eine einmalige Sonderausschüttung geht, sind Aktienrückkäufe ein überlegenes Ausschüttungsinstrument. Denn eine einmalige Erhöhung der Dividende wird im Folgejahr zu einer Dividendenkürzung führen, die von den Aktionären oder dem Kapitalmarkt als negatives Zeichen gedeutet werden könnte<sup>82</sup>. Mittels des genannten Vorgehens kann also das Ziel der Dividendenkontinuität erreicht werden<sup>83</sup>. Zudem können Aktionäre, die auf Kurssteigerungen hoffen, auf die Teilnahme am Rückkaufprogramm verzichten, während dies bei

---

77 Süchting, Finanzmanagement, 6. Aufl., S. 446 ff.; Schmidt/Terberger, Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Aufl., S.244 f.

78 Rams, Die Bank 1997, 216, 218 mit Berechnungsbeispiel; die traditionelle Finanzierungstheorie geht folglich von einer Kapitalstruktur aus, die den Vermögenswert der Gesellschaft durch Optimierung erhöhen kann; demgegenüber steht die These, dass die Kapitalstruktur einer Unternehmung keinen Einfluss auf den Unternehmenswert hat – Nachweise bei: Schmidt/Terberger, Finanzierungstheorie, 4. Aufl., S. 252 ff.

79 Kellerhals/Rausch, AG 2000, 222, 223.

80 Süchting, Finanzmanagement, 6. Aufl., S 447: Anders als die Gewinnansprüche der Anleger handelt es sich bei der Rückzahlung von Schulden um eine Fixkostenlast, die auch von einer nicht mit Gewinn arbeitenden Gesellschaft zurückgezahlt werden muss, während die Residualansprüche der Aktionäre notfalls ausfallen können.

81 Kübler, Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, S. 43.

82 Jensen, American Economic Review, Vol. 76 (1986), 323, 324; Skog, ZGR 1997, 306, 309; Rams, Die Bank 1997, 216, 218 f.; Hampel, Erwerb eigener Aktien, S. 9 ff.; Kübler, Aktie, Unternehmensfinanzierung und Kapitalmarkt, S. 48.

83 Als Beispiel kann die Dividendenpolitik des weltgrößten Stahlkonzerns Arcelor Mittel dienen. Dieser kündigte Ende September 2006 an, künftig jedes Jahr 30 % des Nettogewinns an die Aktionäre auszuschütten. Der Gesamtbetrag soll sich dabei aus einer stabilen Basisdividende sowie zusätzlich aus Aktienrückkäufen zusammensetzen, Börsen-Zeitung, 03. April 2007.

Dividenden nicht der Fall ist<sup>84</sup>. Hinzu kommt, dass ein Bestand an eigenen Aktien sehr schnell wieder am Markt platziert werden kann, wenn sich wider Erwarten doch wieder ein kurzfristiger Liquiditätsbedarf ergibt (eigene Aktien als Refinanzierungsreserve)<sup>85</sup>. Anders als Dividendenzahlungen haben Aktienrückkäufe außerdem in der Regel eine positive Kursentwicklung zur Folge. Speziell für Deutschland gilt, dass Aktienrückkäufe derzeit gegenüber Dividendenzahlungen steuerlich bevorzugt werden<sup>86</sup>. Das Steuerrecht sieht im Erwerb eigener Aktien ein Umsatzgeschäft, was zur Folge hat, dass Veräußerungsgewinne gemäß § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG steuerfrei bleiben, wenn zwischen Erwerb und Veräußerung mehr als ein Jahr liegt<sup>87</sup>. Dividendenzahlungen dagegen werden nach dem Halbeinkünfteverfahren als Einkünfte aus Kapitalvermögen gemäß § 20 Abs. 1 Nr. 1 EStG besteuert.

Weil ein Unternehmenskauf häufig nicht aus dem freien *cash flow*<sup>88</sup> (nicht benötigte Liquidität) der Käufergesellschaft bestritten werden kann, bieten sich eigene Aktien zudem als Akquisitionswährung an, um einen Teil des Kaufpreises in Form eigener Aktien zu begleichen<sup>89</sup>. Dadurch lässt sich auch die weitere Schuldenaufnahme vermeiden. Die AG ist insoweit in der Lage, „ihr eigenes Geld zu drucken“. Eine Ersparnis lässt sich damit nicht erzielen, denn der Rückerwerb ist zunächst mit einer Auszahlung von Gesellschaftsvermögen verbunden. Wenn aber zwischen dem Rückkauf der Aktien und dem Unternehmenskauf der Kurs der eigenen Aktien gestiegen ist, schont dies die Liquidität<sup>90</sup>. In Deutschland ist diese Finanzierungsform aber durch die Zehnprozentgrenze des § 71 Abs. 2 S. 1 AktG erschwert<sup>91</sup>. Zudem werden die Aktionäre der Zielgesell-

---

84 Jaeger, Aktienrückerwerb, S 33; Hampel, Erwerb eigener Aktien, S. 9 f.

85 Rams, Die Bank 1997, 216, 218; Kellerhals/Rausch, AG 2000, 222, 223.

86 Johannsen-Roth, S. 38.

87 Dies gilt aber nur bei privaten Veräußerungsgeschäften i. S. d. § 23 Abs. 1 Nr. 2 EStG. Bei wesentlich beteiligten Gesellschaftern i. S. d. § 17 Abs. 1 EStG (Beteiligung mindestens 1 %) liegt dagegen stets ein der Steuerpflicht unterfallendes Veräußerungsgeschäft vor.

88 Nach Jensen, American Economic Review, 76 (1986), 323 handelt es sich beim *free cash flow* um den Liquiditätsüberschuss, der nicht mehr in Projekte investiert werden kann, die die Kosten des Eigenkapitals verdienen.

89 Hierzu: Dietz, Aktien als Akquisitionswährung; Wieneke, NZG 2004, 61; Loges/Zimmermann, WM 2005, 349; Herschlein, Unternehmenskauf unter Gewährung eigener Aktien an den Veräußerer; Winter, in: Festschrift Röhrich, S. 709.

90 Schremper, Aktienrückkauf und Kapitalmarkt, S. 116 f.; Dombeck, Die Bank 2001, 640.

91 Aus diesem Grund kritisch zu der Zehnprozentgrenze: Merz, Wirtschaftswoche 2006, Nr. 10, S. 202.



schaft im Zweifel Bargeld lieber haben als in der Kursentwicklung unsichere Anteilsscheine<sup>92</sup>.

Die Ausschüttung von freiem *cash flow* hat aber nicht nur positive Aspekte. Denn Aktienrückkäufe signalisieren dem Kapitalmarkt, dass die Unternehmensführung keine sinnvollen Investitionsvorhaben finden kann, was auf mangelnde Zukunftsperspektiven der Unternehmung zurückzuführen sei<sup>93</sup>.

Ein solches Urteil lässt sich indes nur mit Blick auf die konkrete Situation fällen. Wenn Investitionen vermieden werden, die die Eigenkapitalkosten abdecken würden, dann läge in der Tat der Vorwurf mangelnder Kreativität nahe. Ist dies aber nicht der Fall, so ist die Ausschüttung des nicht benötigten Kapitals an die Aktionäre angezeigt<sup>94</sup>. Dies gibt den Anlegern die Möglichkeit, das Kapital noch rentabler anzulegen, was die Allokationseffizienz des Kapitalmarkts erhöht<sup>95</sup>. Tendenziell besteht bei Unternehmen, die über ein großes Kapitalpolster verfügen, eine erhöhte Gefahr von Fehlinvestitionen<sup>96</sup>. Das Management kann geneigt sein, das Geld für Prestigeprojekte oder zur „Imperiumsbildung“ zu verwenden<sup>97</sup>. Dagegen erhöht die Ausschüttung des freien *cash flows* den Ansporn, das Unternehmen rentabler zu führen, da kein beruhigendes Liquiditätskissen mehr vorhanden ist<sup>98</sup>.

Durch die Verringerung der dividendenberechtigten Aktien steigt aber das Risiko für die verbleibenden Aktionäre<sup>99</sup>. Ein Aktienrückkauf wirkt somit wie ein Hebel, der sowohl Gewinn- als auch Verlustmöglichkeiten potenziert. Die Gesellschaft kann nach Ausschüttung der nicht benötigten Liquidität keine risikoarmen Investitionen mehr vornehmen und darf sich auch keine Rückschläge mehr erlauben, die anderenfalls durch ein Kapitalpolster hätten aufgefangen werden können<sup>100</sup>.

---

92 Zu den wirtschaftlichen Problemen einer solchen Finanzierung: Herschlein, Diss. (2003), S. 54 ff.

93 Achleitner/Wichels, Die Bank 1999, 703, 704; Pellens/Schremper, BFuP 2000, 132, 144.

94 Pape, BB 1998, 1783, 1784; Skog, ZGR 1997, 306, 308.

95 Pellens/Schremper, BFuP 2000, 132, 142.

96 Schremper, Aktienrückkauf und Kapitalmarkt, S. 79

97 Jensen, Journal of Economic Perspectives 1988, 21, 28 f.; Groner/Meier, SZW/RSDA 2002, 279.

98 Groner/Meier, SZW/RSDA 2002, 279, 280; Jensen, American Economic Review 76 (1986), 323 f.

99 Schanze, in: Festschrift Nobel, S. 999, 1021.

100 Böhm, in: Übernahme börsennotierter Unternehmen, S. 327, 331 f.