

University of Heidelberg

Department of Economics



Discussion Paper Series | No. 418

Der Aktienrückkauf und die Bankenkrise von 1931

Eva Terberger und Stefanie Wettberg

März 2005

*Eva Terberger** und *Stefanie Wettberg***

Der Aktienrückkauf und die Bankenkrise von 1931

Zusammenfassung

Im Zuge der Analyse jüngerer Finanzkrisen wird auch den Krisen der Vergangenheit vermehrte Aufmerksamkeit zuteil, so auch der deutschen Bankenkrise von 1931. Ein Phänomen, das dabei bisher wenig Beachtung fand, ist der massive Rückkauf eigener Aktien, der im Vorfeld der Krise insbesondere auch bei Banken stattfand. Dieser Erwerb eigener Anteile wirft insofern Fragen auf, als er dem Ziel der Insolvenzvermeidung, welchem bei Managern und Gläubigern höchste Priorität zugeschrieben wird, besonders in Krisenzeiten zuwiderläuft. Auf der Suche nach Motiven, die den Rückkauf erklären könnten, stößt der vorliegende Beitrag auf Indizien, die den Erwerb eigener Aktien zum Zweck des Transfers von Unternehmensvermögen in die Hände einiger Eigner kurz vor der Insolvenz vermuten lassen.

JEL: G21, G32, N24

Keywords: Aktienrückkauf, Deutsche Bankenkrise 1931

**Prof. Dr. Eva Terberger*, Universität Heidelberg, Alfred Weber-Institut, Lehrstuhl für Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Kreditwirtschaft und Finanzierung, Grabengasse 14, D-69117 Heidelberg;

***Dr. Stefanie Wettberg*, Referentin für Finanzierung, BASF Aktiengesellschaft.

1 Motivation und Fragestellung

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

Sehr wenig wissenschaftliche Aufmerksamkeit findet dabei jedoch ein Krisenphänomen, dem aus aktuellerem Anlass ebenfalls Aufmerksamkeit gebührt: Vor und nach dem Ausbruch der deutschen Bankenkrise wurden in massivem Umfang, insbesondere auch bei Banken, eigene Aktien zurückgekauft. Die negativen Erfahrungen, die damals mit dem Aktienrückkauf einhergingen, wirkten im deutschen Gesetzesrahmen bis in jüngste Zeit nach. Per Notverordnung wurde 1931 ein allgemeines Verbot für den Erwerb eigener Aktien erlassen, das – unter Zulassung eng begrenzter und genau umrissener Ausnahmefälle – bis 1998 erhalten blieb. Erst durch die Verabschiedung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Jahre 1998 wurde das Verbot des Aktienrückkaufs durch die Einfügung des Ausnahmefalls Nr. 8 in den §71 Abs. 1 AktG wesentlich gelockert. Seither können die Vorstände deutscher Aktiengesellschaften von der Hauptversammlung ermächtigt werden, auch ohne Vorliegen eines besonderen Grundes eigene Aktien in Höhe von bis zu 10 Prozent des Grundkapitals zurückzukaufen.

Von einer gewissen Besorgnis anlässlich dieser Aufweichung des Rückkaufverbots war am Finanzmarkt wenig zu spüren. Im Gegenteil, die erweiterten Möglichkeiten zum Erwerb eigener Aktien wurden von der Wirtschaftspresse ausdrücklich begrüßt,² verband sich damit doch die Erwartung, ein weiterer Schritt zum Wandel des traditionell gläubigerorientierten deutschen Finanzsystems hin zu einer stärkeren Orientierung an den Aktionärsinteressen wäre vollzogen.³ Die Frage nach möglichen negativen Auswirkungen des Aktienrückkaufs wie in der Krise von 1931 fand kaum Beachtung, vermutlich auch deshalb, weil der Erwerb eigener Aktien in den als investorenfreundlicher geltenden USA seit langem und in weit größerem Umfang

¹ Vgl. beispielsweise *Schnabel* (2002).

² Vgl. beispielsweise o.V. (1998), Aktienrückkäufe werden auch in Kontinentaleuropa populär.

³ Vgl. hierzu beispielsweise *Hackethal/Schmidt* (2000); *Schmidt/Grohs* (2000); *Schmidt/Spindler* (2000).

erlaubt ist und sein Einsatz dort, empirisch gut belegt,⁴ im Durchschnitt zur sowohl kurzfristigen als auch längerfristigen Kurssteigerung der Aktien rückkaufender Unternehmen beigetragen hat.

Der diesbezügliche Erfolg blieb in Deutschland bisher eher mäßig. Zwar machten zahlreiche Vorstände deutscher Aktiengesellschaften von der neuen Ausnahmeregelung Nr. 8 Gebrauch und ließen sich von der Hauptversammlung zum Erwerb eigener Aktien ermächtigen; tatsächlich zurückgekauft haben jedoch nur etwa zwei Drittel dieser Unternehmen.⁵ Abnormale Kurssteigerungen ließen sich zwar kurzfristig, nicht jedoch langfristig nachweisen; und auch die kurzfristigen Steigerungen scheinen vor allem auf Rückkäufe am inzwischen zusammengebrochenen „Neuen Markt“ zurückführbar.⁶ Es drängt sich die Vermutung auf, dass der Erwerb eigener Aktien im Kontext des deutschen Finanzsystems anders wirken und/oder dem Management deutscher Unternehmen die Motivation fehlen könnte, den neu gewonnenen Handlungsspielraum für eine Erhöhung des Shareholder Value zu nutzen – eine Vermutung, die in der Finanzierungstheorie Nahrung findet.

Nach gängiger finanzierungstheoretischer Auffassung stimmen die Interessen von Fremdmanagern in der Regel nicht unmittelbar mit den Interessen der Aktionäre überein. Vielmehr scheinen die Managerinteressen in vielerlei Hinsicht eher mit den Gläubigerinteressen konform zu gehen - ein „Schulterschluss“, der im deutschen Finanzsystem nach Meinung vieler Experten seinen Niederschlag findet und zu der oben angesprochenen Kritik der Vernachlässigung des Shareholder Value Anlass gibt. Beiden Gruppen, Managern und Gläubigern, kann eine Präferenz für geringe Ausschüttungen unterstellt werden, denn Gewinnthesaurierung erhöht den finanziellen Spielraum des Managements sowie den Risikopuffer in Form von Eigenkapital, wodurch Managementarbeitsplätze gesichert und Kreditausfallrisiken gemindert werden. Der Erwerb eigener Aktien stellt nun aber gerade das Gegenteil einer Mittelbindung im Unternehmen dar. Vielmehr werden im Zuge eines Rückkaufs liquide Mittel an die Aktionäre ausgeschüttet, um ihnen ihren Anteil am Unternehmensvermögen auszuzahlen. Die ökonomische Wirkung des Erwerbs eigener Aktien gleicht insofern einer Herabsetzung des Eigenkapitals durch Rückgewähr von Einlagen nebst Wertsteigerung des Anteils. Welche Beweggründe könnten (deutsche)

⁴ Vgl. *Dann* (1981); *Masulis* (1980); *Ofer/Thakor* (1987); *Vermaelen* (1981).

⁵ Vgl. Deutsches Aktieninstitut e.V. (DAI) (1999); *Kellerhals/Rausch* (2000); *Pellens/Schremper* (2000); *Schremper* (2002); *Wettberg* (2003).

⁶ Vgl. *Seifert/Stehle* (2003).

Manager veranlassen, von ihrer Präferenz für Liquidität und ein hohes Eigenkapitalpolster Abstand zu nehmen und stattdessen von dem Instrument des Erwerbs der Aktien des von ihnen geleiteten Unternehmens Gebrauch zu machen?

Eine Teilantwort auf diese Frage verspricht die Analyse des Aktienrückkaufs im Zuge der Bankenkrise von 1931, denn dieser Rückkauf gibt ein noch größeres Rätsel auf als die Nutzung des entsprechenden Instruments im deutschen Finanzsystem der Gegenwart. Schließlich fand dieser Erwerb eigener Aktien vor allem auch durch Banken im Umfeld einer nahenden Krise statt, in einer Situation also, in der nicht von überschüssiger Liquidität auszugehen ist und die Auszahlung von Aktionären dem Ziel der Insolvenzvermeidung zuwiderläuft, das bei Managern und Gläubigern höchste Priorität genießen dürfte. Eine Lösung dieses historischen Rätsels könnte gleichzeitig Anhaltspunkte liefern, inwieweit die heute in den Rückkauf gesetzten Erwartungen in Deutschland berechtigt erscheinen oder im Gegenteil gar ein Missbrauch dieses neu geschaffenen Handlungsspielraums befürchtet werden muss, der nach neuesten Plänen der EU noch maßgeblich erweitert werden soll.⁷

Um die aufgeworfenen Fragen zu beantworten, wird zunächst ein Überblick über die deutschen gesetzlichen Regelungen zum Aktienrückkauf von 1870 bis zum Krisenjahr 1931 mit einem Ausblick auf die gesetzliche Weiterentwicklung nach der Krise gegeben. Im Anschluss werden die Ereignisse im Vorfeld und während der Bankenkrise von 1931 skizziert, die für die Einschätzung des Aktienrückkaufs durch Banken bedeutsam erscheinen. Schließlich untersuchen wir denkbare Motive von Managern zum Rückkauf eigener Aktien, die sich aus einer finanzierungstheoretischen Analyse des Beziehungs- und Interessengeflechts zwischen Managern, Eignern und Gläubigern ableiten lassen, auf ihre mögliche Relevanz für die Erklärung des massiven Aktienrückkaufs vor und während der Bankenkrise von 1931. Abschließend wird die Frage aufgegriffen, welche Lehren sich aus den erzielten Ergebnissen für die Einschätzung des Phänomens ‚Aktienrückkauf‘ im deutschen Finanzsystem der Gegenwart ziehen lassen.

⁷ Vgl. o.V. (2004), Brüssel will Kapitalmarktrecht deregulieren – Obergrenze für Aktienrückkäufe soll fallen.

2 Gesetzliche Regelungen zum Aktienrückkauf in Deutschland von 1870 bis 1931

Die Geschichte der gesetzlichen Regelungen zum Erwerb eigener Aktien beginnt in Deutschland mit der Aktienrechtsnovelle des Jahres 1870. Aufgrund des bis dahin geltenden Konzessionssystems für Aktiengesellschaften, das für die Gründung solcher Unternehmen eine staatliche Genehmigung vorsah und dem Gesetzgeber weitgehende Eingriffsrechte in die Unternehmenssphäre zugestand, erübrigte sich eine explizite rechtliche Beschränkung des Aktienrückkaufs vor 1870.⁸ Mit dem Gesetz betreffend die Kommanditgesellschaften auf Aktien und die Aktiengesellschaft von 1870 traten Normativbestimmungen an die Stelle des Konzessionssystems.⁹ Aufgrund dieses Wegfalls staatlicher Aufsicht sah sich der Gesetzgeber verpflichtet, ergänzende Vorschriften zum Schutz der Aktionäre und Gläubiger zu erlassen.¹⁰ In diesem Sinne wurde der Erwerb eigener Aktien in der ersten Aktienrechtsnovelle vom 11. Juni 1870 erstmals gesetzlich erfasst.¹¹ Art. 215 Abs. 3 des Gesetzes betreffend die Kommanditgesellschaft auf Aktien und die Aktiengesellschaft bestimmte: „Die Aktiengesellschaft darf eigene Aktien nicht erwerben“,¹² wobei es sich um ein absolutes Verbot handelte, dessen Missachtung zur Unwirksamkeit und damit Nichtigkeit entsprechender Geschäfte führte.¹³

In der Aktienrechtsnovelle von 1884, die für den von uns betrachteten Zeitraum vor 1931 relevant ist, wurde dieses absolute Verbot in eine Sollvorschrift überführt, so dass der Gesetzestext des Art. 215 d von 1884 lautete: „Die Aktiengesellschaft soll eigene Aktien im geschäftlichen Betriebe, sofern nicht eine Kommission zum Einkauf ausgeführt wird, weder erwerben noch zum Pfande nehmen“.¹⁴ Ausschließlich der Erwerb eigener Aktien ‚im geschäftlichen Betriebe‘ ohne Vorliegen einer konkreten Einkaufskommission¹⁵ wurde demnach verboten; der Erwerb ‚außerhalb des

⁸ Vgl. *Flecken* (1911), S. 3; *Hirsch* (1888), S. 4.

⁹ Vgl. *Gerber* (1932), S. 6; *Müller-Goerne* (1934), S. 3; *Schön* (1936), S. 3-4.

¹⁰ Vgl. *Bertheim* (1933), S. 68; *Mörss* (1906), S. 3; *Schön* (1936), S. 4.

¹¹ Auch der Mißbrauch des Aktienrückkaufs in Österreich wird von einigen Autoren als Grund für die erstmalige gesetzliche Regelung des Erwerbs eigener Aktien in Deutschland angeführt. Vgl. *Bertheim* (1933), S. 68; *Mörss* (1906), S. 3; *Peltzer* (1998), S. 324; *Schön* (1936), S. 2.

¹² Zitiert nach *Hirsch* (1888), S. 5.

¹³ Vgl. *Bertheim* (1933), S. 69; *Gerber* (1932), S. 8; *Hirsch* (1888), S. 11; *Mießner* (1933), S. 1-2; *Müller-Goerne* (1934), S. 4; *Peltzer* (1998), S. 324.

¹⁴ Zitiert nach *Mießner* (1933), S. 2.

¹⁵ Die Auffassung, daß der Erwerb eigener Aktien in Ausführung einer konkreten Einkaufskommission von der Verbotsregelung ausgenommen sei, wurde schon im Rahmen der seit 1870 geltenden Regelung vertreten. Sie fand aber mit dem Wortlaut des Art. 215 d eine gesetzliche Bestätigung, die insbesondere

geschäftlichen Betriebes' war von dem Verbot ausgenommen. Der Gesetzgeber beabsichtigte, auf diesem Wege den Erwerb eigener Aktien in den Fällen zuzulassen, die allgemein als unproblematisch gelten, da beispielsweise eigene Aktien durch Schenkung oder im Erbfall unentgeltlich erworben werden oder eine anderweitige Befriedigung von Zahlungsansprüchen der Aktiengesellschaft im Rahmen einer Zwangsvollstreckung oder eines Vergleichs nicht möglich ist.¹⁶ Die vertragliche Inpfandnahme von eigenen Aktien wurde dem Erwerb eigener Aktien gleichgestellt, um eine Umgehung des Verbots zu unterbinden.

Die Regelungen des Art. 215 d der Aktienrechtsnovelle von 1884 wurde nahezu unverändert als § 226 in die Neufassung des Handelsgesetzbuches von 1897 übernommen.¹⁷ Lediglich der Begriff ‚im geschäftlichen Betriebe' wurde 1897 durch den Begriff ‚im regelmäßigen Geschäftsbetrieb' ersetzt.¹⁸ Des Weiteren wurde sowohl für den Erwerb eigener Interimsscheine als auch für den Erwerb nicht voll eingezahlter eigener Aktien die Rechtsfolge der Nichtigkeit gesetzlich festgelegt.¹⁹ Die Rechte aus eigenen Aktien fanden jedoch weder 1884 noch 1897 Erwähnung.

Die skizzierten Regelungen von 1884 beziehungsweise 1897 galten bis zum Erlass der Notverordnung vom 19. September 1931, obwohl an ihnen unmittelbar Kritik geübt wurde, die sich in zwei Hauptpunkten zusammenfassen lässt:

- Zum einen lasse sowohl der Begriff ‚im geschäftlichen Betriebe' als auch der Begriff ‚im regelmäßigen Geschäftsbetriebe' keine eindeutige Abgrenzung zu und eröffne dadurch einen Auslegungsspielraum, der entgegen der vom Gesetzgeber beabsichtigten Wirkung genutzt werden könne.²⁰ Tatsächlich wurde schließlich sogar ein Erwerb eigener Aktien zur Kursstützung als ‚außerhalb des geschäftlichen Betriebes' beziehungsweise ‚außerhalb des regelmäßigen Geschäftsbetriebes' und damit zulässiges Geschäft erachtet, wohingegen der Gesetzgeber beabsichtigt hatte, das grundsätzliche Verbot aufrechtzuerhalten und den Erwerb nur in den oben erwähnten unproblematischen Fällen zuzulassen.

den Kreditinstituten, die solche Einkaufskommissionen für ihre Kunden abwickelten, mehr Rechtssicherheit gab. Vgl. *Hirsch* (1888), S. 13.

¹⁶ Vgl. *Bertheim* (1933), S. 69-70; *Flecken* (1911), S. 14-15; *Gerber* (1932), S. 9; *Hirsch* (1888), S. 21; *Mießner* (1933), S. 2; *Schön* (1936), S. 8.

¹⁷ Die Neufassung des Handelsgesetzbuches wurde notwendig, da im Zuge der Erstellung eines bürgerlichen Gesetzbuches eine sprachliche Abstimmung erfolgen sollte. Vgl. *Schön* (1936), S. 9.

¹⁸ Vgl. *Bertheim* (1933), S. 69; *Mießner* (1933), S. 3; *Schön* (1936), S. 9.

¹⁹ Vgl. *Bertheim* (1933), S. 69; *Mießner* (1933), S. 3.

²⁰ Vgl. *Gerber* (1932), S. 9; *Mießner* (1933), S. 3; *Schön* (1936), S. 10-12, sowie die weitere Analyse im Rahmen der folgenden Abschnitte.

- Zum anderen handele es sich bei Art. 215 d des Gesetzes betreffend die Kommanditgesellschaft auf Aktien und die Aktiengesellschaft beziehungsweise bei § 226 HGB lediglich um eine Ordnungsvorschrift.²¹ Eigene Aktien sollten danach nicht erworben werden, aber ein Verstoß gegen dieses abgemilderte Verbot führte nicht zur Unwirksamkeit und damit Nichtigkeit, wie dies zwischen 1870 und 1884 der Fall war; stattdessen blieben bei einem verbotswidrigen Rückkauf sowohl das Verpflichtungs- als auch das Übereignungsgeschäft gültig, so dass beide Seiten auf Erfüllung klagen konnten.²² Die einzige Rechtsfolge eines Erwerbs ‚im geschäftlichen Betriebe‘ beziehungsweise ‚im regelmäßigen Geschäftsbetriebe‘ war die Schadensersatzpflicht von Vorstand und Aufsichtsrat, die nach § 241 Abs. 3 beziehungsweise § 249 Abs. 3 HGB eingeklagt werden konnte. Es ist jedoch kein Fall dokumentiert, in dem ein solcher Schadensersatz eingeklagt wurde.

Wie sich die Wirtschaftsakteure in ihrem Handeln auf diese Rechtslage einstellten, sei - ohne den folgenden Abschnitten zu sehr vorgreifen zu wollen - schon an dieser Stelle durch ein Zitat von *Saekel* aus dem Jahre 1931 angedeutet: „Es gibt keinen Paragraphen, der so allgemein bekannt und so allgemein ignoriert wird, wie § 226 HGB“.²³

Nach den Ereignissen vor und während der Bankenkrise, auf die das Zitat anspielt, nahm die Geschichte der gesetzlichen Regelungen des Rückkaufs eigener Aktien eine entscheidende Wende. Der Erwerb eigener Aktien wurde in der Aktienrechtsnovelle, die am 19. September 1931 als Notverordnung verkündet wurde und mit der der Gesetzgeber auf den drohenden Zusammenbruch des Finanzsystems reagierte, grundsätzlich verboten. Das Verbot wurde als eine verschärfte Darf-Nicht-Vorschrift im Gegensatz zu der zuvor geltenden Sollvorschrift gefasst, wobei drei genau umrissene Ausnahmefälle zum Erwerbsverbot im Gesetz explizit aufgeführt wurden: 1. Der Aktienrückkauf zur Abwendung eines schweren Schadens von der Gesellschaft, 2. der Aktienrückkauf in Ausführung einer konkreten Einkaufskommission, sofern die Aktien voll eingezahlt sind, 3. der Aktienrückkauf zum Zwecke der Einziehung, sofern die Aktien voll eingezahlt sind,²⁴ wobei im letzten Fall die Vorschriften zur Kapitalherabsetzung greifen. Weiterhin wurde mit der Notverordnung von 1931 erstmals festgelegt, dass die Rechte aus eigenen Aktien ruhen und erst mit der Wiederveräußerung der Aktien aufleben. Diese gesetzliche Konkretisierung war

²¹ Vgl. *Schön* (1936), S. 12.

²² Vgl. *Schön* (1936), S. 12.

²³ Zitiert nach *Schön* (1936), S. 13.

notwendig geworden, da die bis 1931 bestehende Regelungslücke dazu geführt hatte, dass einige Vorstände sowohl die Stimmrechte aus eigenen Aktien ausübten als auch Dividenden auf eigene Aktien gewährten.²⁵ Die skizzierten Vorschriften bezüglich des Rückkaufs eigener Aktien von 1931 wurden ohne wesentliche sachliche Änderungen in das Aktiengesetz von 1937 und die Novelle von 1965 übernommen.²⁶

Eine größere formale Umstrukturierung und inhaltliche Veränderung der Vorschriften zum Erwerb eigener Aktien beinhaltete die Novelle von 1978, mit der die Zweite EG-Richtlinie von 1976 in deutsches Recht umgesetzt wurde.²⁷ Es blieb jedoch bei dem grundsätzlichen Verbot des Erwerbs eigener Aktien als Regelfall, wobei in § 71 AktG jetzt sieben Ausnahmefälle²⁸ enumerativ aufgeführt wurden. Zum vorerst letzten Mal erfuhr die gesetzliche Behandlung des Aktienrückkaufs im Jahre 1998 eine Modifikation. Die Liste der Ausnahmefälle verlängerte sich um eine entscheidende Ausnahme, die den Erwerb eigener Aktien nun auch ohne Vorliegen eines besonderen Grundes erlaubt, sofern die Hauptversammlung der Geschäftsleitung eine entsprechende Ermächtigung ausspricht. Damit ist für die Entscheidungsträger in Aktiengesellschaften ein Handlungsspielraum zurückgewonnen, der um 1930/31 trotz des offiziell geltenden Verbots weidlich genutzt wurde.

3 Verlauf der deutschen Bankenkrise von 1931

Um zu vermitteln, in welchem wirtschaftlichen und politischen Umfeld der Aktienrückkauf vor und während der Bankenkrise von 1931 stattfand, sei hier der Krisenverlauf mit speziellem Augenmerk auf die Berliner Großbanken mit Filialnetz²⁹ skizziert, die sich beim Aktienrückkauf besonders aktiv zeigten.

²⁴ Vgl. *Beutelstahl* (1932), S. 22-30; *Lohmeyer* (1932), S. 16-20; *Mießner* (1933), S. 15-28; *Müller-Goerne* (1934), S. 13-25.

²⁵ Vgl. *Born* (1967), S. 153; Untersuchungsausschuß für das Bankwesen 1933 (1934), II. Teil, Statistiken, S. 226, FN 1.

²⁶ Vgl. *Lutter* (1988), S. 879; *Peltzer* (1998), S. 326.

²⁷ Vgl. *Lutter* (1988), S. 882.

²⁸ Die gesetzlich definierten Ausnahmen umfaßten 1978 den Erwerb eigener Aktien: 1. zur Abwendung eines schweren, unmittelbar bevorstehenden Schadens; 2. zum Zwecke eines Angebots an die Arbeitnehmer der Gesellschaft; 3. zum Zwecke der Abfindung von Aktionären; 4. sofern er unentgeltlich oder in Ausführung einer Einkaufskommission geschieht; 5. durch Gesamtrechtsnachfolge; 6. zum Zwecke der Einziehung; 7. zum Zwecke des Wertpapierhandels durch ein Kreditinstitut, Finanzdienstleistungsinstitut oder Finanzunternehmen. Vgl. § 71 Abs. 1 Nr. 1-7 AktG.

²⁹ Hierzu gehörten die Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft AG, die Commerz- und Privatbank AG, die Dresdner Bank AG sowie die Darmstädter und Nationalbank KGaA (Danat-Bank). Die beiden Berliner Großbanken ohne Filialnetz – die Reichs-Kredit-Gesellschaft (RKG) sowie die Berliner Handelsgesellschaft (BHG) – werden nicht explizit in die Untersuchung einbezogen.

Sowohl bezüglich ihrer Refinanzierungsstruktur als auch in ihrem Aktivgeschäft wiesen die deutschen Großbanken in der zweiten Hälfte der zwanziger Jahre des 20. Jahrhunderts ein bedeutendes Risikopotential auf. Infolge der Inflation der zwanziger Jahre und der anschließenden Währungsreform hatte sich ihr Eigenkapital deutlich reduziert; gleichzeitig stieg die Finanzierung über Einlagen an mit der Folge deutlich sinkender Eigenkapitalquoten. Im Durchschnitt der Berliner Großbanken lag die Eigenkapitalquote Ende 1928 bei 7,1 Prozent.³⁰ Einlagen wurden aufgrund der flankierenden Maßnahmen³¹ des Dawes-Plans (1924-1929),³² aufgrund der Rückkehr zum Gold(devisen)standard in Deutschland und aufgrund der Tatsache, dass von 1924 bis 1930 die deutschen Geldmarktzinsen deutlich höher notierten als die durchschnittlichen Geldmarktzinsen im Ausland,³³ in beträchtlicher Höhe von ausländischen Kapitalanlegern zur Verfügung gestellt. Im Jahr 1929 betrug der Anteil der ausländischen Einlagen 18 Prozent aller Bankeinlagen und wurden zu über 90 Prozent kurzfristig zur Verfügung gestellt.³⁴ Hauptgläubigernationen waren die USA, die Niederlande, Großbritannien, die Schweiz und Frankreich.³⁵ Nicht alle Banken nahmen in gleichem Umfang Auslandskredite auf, insbesondere die deutschen Großbanken waren von ausländischen Einlagen abhängig. Der Anteil der ausländischen Gläubiger lag bei den Berliner Großbanken mit 42 Prozent des Einlagenvolumens mehr als doppelt so hoch wie im Durchschnitt aller Banken.³⁶ Trotz dieser Einlagenstruktur waren die Liquiditätsreserven der Berliner Großbanken geringer als im Durchschnitt.³⁷ Gelder wurden zumeist langfristig ausgeliehen, um der steigenden inländischen Kreditnachfrage infolge der Reparationsverpflichtungen und des erhöhten Import- und Investitionsbedarfs nach dem Ersten Weltkrieg gerecht zu werden. Die Banken waren somit einem erheblichen Liquiditätsrisiko ausgesetzt und darauf angewiesen, dass die kurzfristigen Einlagen aus dem Ausland bei Fälligkeit prolongiert oder revolvier

³⁰ Vgl. *Schnabel* (2002), S. 12; Untersuchungsausschuß für das Bankwesen 1933 (1934), Teil II, Statistiken, S. 58-61.

³¹ Es wurden verschiedene international besetzte Kontrollorgane eingesetzt; hierzu gehörten ein Reparationsagent, ein Transferkomitee, ein Generalrat der Reichsbank sowie ein Notenkommissar. Vgl. *Lüke* (1958); *Stucken* (1976).

³² Der Dawes-Plan, der die Höhe der deutschen Reparationszahlungen, die Art der Aufbringung sowie die Bedingungen des Transfers erstmals festlegte, kann als internationaler Ansatz zur Lösung des Reparationsproblems im Anschluß an den Ersten Weltkrieg interpretiert werden. Benannt wurde der Plan nach dem Vorsitzenden eines Ausschusses der alliierten Reparationskommission, dem amerikanischen Juristen *Charles G. Dawes*. Vgl. *Lüke* (1958).

³³ Vgl. Deutsche Bundesbank (1976), S. 279.

³⁴ Vgl. *Schnabel* (2002), S. 9.

³⁵ Vgl. *Born* (1967), S. 18.

³⁶ Vgl. *Schnabel* (2002), S. 10 (Table 2).

³⁷ Vgl. *Schnabel* (2002), S. 11 (Table 3).

wurden. Dies war zunächst auch die Regel,³⁸ doch politisch und wirtschaftlich motivierte Abzüge ausländischer Kapitalgeber brachten die Großbanken in den Jahren vor der Krise mehrfach in eine kurzfristig angespannte Liquiditätsslage.

Als beispielsweise die Reparationskonferenz in Paris im Frühjahr 1929 zu scheitern drohte, zogen ausländische Gläubiger ihre Gelder aus Deutschland abrupt ab; die Notendeckung in Gold und Devisen näherte sich infolgedessen bei der Reichsbank der 40-Prozent-Untergrenze,³⁹ die mit dem Gold(devisen)standard festgeschrieben war. Auf den ‚schwarzen Freitag‘ an den US-Börsen im Oktober 1929, der den Beginn der Weltwirtschaftskrise markierte, folgten kriseninduzierte Abzüge US-amerikanischer Anleger, und zu verstärkten ausländischen Kreditabzügen kam es auch im Anschluss an die Reichstagswahl im September 1930, aus der die NSDAP als zweitstärkste Reichstagsfraktion mit nunmehr 107 (zuvor 12) Reichstagsmandaten hervorging.⁴⁰ Im Krisenjahr 1931 führten vor allem zwei politische Ereignisse zu Einlagenabzügen ausländischer Gläubiger, die kaum mehr verkraftet werden konnten, zumal sie mit Krisenmomenten in der Geschäftspolitik der Banken zusammenfielen. Zum einen reagierten ausländische Gläubiger auf die Ankündigung einer Zollunion Deutschlands mit Österreich vor dem Hintergrund, dass eine Annäherung der beiden Staaten laut Versailler Vertrag verboten war.⁴¹ Zum anderen kam es zu sprunghaft ansteigenden Kreditabzügen, nachdem die Reichsregierung eine Begleiterklärung zu der ‚Notverordnung zur Sicherung von Wirtschaft und Finanzen‘ vom 6. Juni 1931 veröffentlicht hatte, in der es heißt: "Die Grenze dessen, was wir unserem Volke an Entbehrungen aufzuerlegen vermögen, ist erreicht!... Die Regierung ist sich bewußt, daß die aufs Äußerste bedrohte wirtschaftliche und finanzielle Lage des Reiches gebieterisch zur Entlastung Deutschlands von untragbaren Reparationszahlungen zwingt".⁴² Diese innenpolitische Erklärung musste im Ausland den Eindruck erwecken, das Deutsche Reich stünde kurz vor der Verkündung der Zahlungseinstellung.

Die genannten Anlässe für den Abzug von Einlagen und den Rückzug aus der deutschen Währung waren insbesondere politischer Natur oder durch den offenen Ausbruch der Wirtschaftskrise im Ausland bedingt und standen zunächst nicht in direktem Zusammenhang zu der Geschäftspolitik der Großbanken. Zunehmend begannen sich

³⁸ Vgl. *Pontzen* (1999), S. 77.

³⁹ Vgl. *James* (1986), S. 284; *Schnabel* (2002), S. 16-18.

⁴⁰ Vgl. *Born* (1967), S. 54-55; *James* (1986), S. 284; *Schnabel* (2002), S. 16-18.

⁴¹ Vgl. *Born* (1967), S. 55-56.

⁴² Frankfurter Zeitung vom 7. Juni 1931, zitiert nach *Born* (1967), S. 70.

jedoch die Währungsprobleme und die Krisenmomente, die in der Geschäftspolitik der deutschen Großbanken begründet lagen, zu verstärken.

Infolge sinkender Aktienkurse seit Herbst 1928 verloren die Aktienbestände in den Bilanzen der Berliner Großbanken an Wert; es mussten Abschreibungen auf die vor allem im Zuge der industriellen Konzerngründungen der zwanziger Jahre des 20. Jahrhunderts aufgebauten Industriebeteiligungen der Banken vorgenommen werden.⁴³ Weiterhin führte der Kursverfall auf den Kapitalmärkten zu Einbrüchen im Emissionsgeschäft, so dass die Erträge in diesem Bereich stark absanken.⁴⁴

Die sich am Kapitalmarkt spiegelnde konjunkturelle Depression traf die Banken auch in anderer Hinsicht, denn die zunehmend bekannt werdenden Schwierigkeiten zahlreicher Unternehmen,⁴⁵ die Kreditnehmer einzelner oder mehrerer Großbanken waren, belasteten die Bankbilanzen ebenfalls, zumal die Kreditportfolios der Berliner Großbanken eine geringe branchenbezogene Diversifikation⁴⁶ sowie verhältnismäßig viele Großengagements⁴⁷ aufwiesen. Es gibt weiterhin Indizien, dass die Berliner Großbanken mit Filialnetz eine eher riskante Kreditvergabepolitik betrieben und die Kreditüberwachung teilweise vernachlässigten. Auf einer Sitzung der Filialdirektoren der Deutschen Bank im Jahre 1926 wurde beispielsweise die zu großzügige, eher an persönlichen und lokalen Interessen orientierte Kreditvergabepolitik der Filialen kritisiert; dennoch begann man bei der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft⁴⁸ erst im September 1930 damit, die Kreditprüfung zu verschärfen und bestehende Firmenkredite kritischer zu überwachen.⁴⁹ In diesem Zusammenhang ist auch erwähnenswert, dass die Berliner Großbanken mit Filialnetz in spektakuläre Firmenzusammenbrüche verstrickt waren. Hier ist nicht nur der mit dem Ausbruch der Bankenkrise bekannt werdende Zusammenbruch des Nordwolle-Konzerns, sondern zum Beispiel auch die Krise der Frankfurter Allgemeinen Versicherungs-AG (FAVAG) zu nennen, die im November 1929 ihren Höhepunkt erreichte und schließlich zum Konkurs und zur Verurteilung von drei FAVAG-Vorstandsmitgliedern führte.⁵⁰ Trotz der Insider-Informationen, die Bankenvertreter durch Aufsichtsratsmandate,

⁴³ Vgl. *Born* (1967), S. 33-39, S. 59-60.

⁴⁴ Vgl. beispielsweise *Commerz- und Privat-Bank Aktiengesellschaft* (1929), S. 7; *Commerz- und Privat-Bank Aktiengesellschaft* (1930), S. 8; *Disconto-Gesellschaft* (1929), S. 14.

⁴⁵ Zum Beispiel von Karstadt, Nordstern oder Nordwolle.

⁴⁶ Insbesondere die Textil- und die Nahrungsmittelindustrie wurden überproportional stark mit Fremdkapital versorgt. Vgl. *Feldman* (1995), S. 290; *Dresdner Bank* (1929), S. 8.

⁴⁷ Vgl. *Born* (1967), S. 59; *Feldman* (1995), S. 308-309.

⁴⁸ Die beiden Gesellschaften fusionierten im Laufe des Jahres 1929.

⁴⁹ Vgl. *Feldman* (1995), S. 234, S. 287.

⁵⁰ Vgl. *Feldman* (1995), S. 274-276, S. 294-298, S. 310.

Beteiligungen und die Kreditvergabe an „Skandal-Unternehmen“ gehabt haben mussten, wurden die betrügerischen und strafbaren Geschäftspraktiken nicht früher aufgedeckt und unterbunden - ein weiteres Indiz für eine wenig konsequente Kreditüberwachung.

Mit den negativen Nachrichten über die Geschäftspolitik von Berliner Großbanken bei sich gleichzeitig verschärfender konjunktureller Depression stieg die Angst vor einer Insolvenz der entsprechenden Kreditinstitute. Das schwindende Vertrauen in ihre Solvenz belastete die Liquidität der Berliner Großbanken parallel zu den politisch motivierten Einlagenabzügen. Von April 1931 bis Juni 1931 sanken die liquiden Mittel der Berliner Großbanken mit Filialnetz von 34,9 auf 30,9 Prozent der kurzfristigen Verbindlichkeiten,⁵¹ insbesondere die Liquidität der Danat-Bank und der Dresdner Bank⁵² war betroffen, deren Geschäftspolitik das Publikum besonders kritisch beurteilte.⁵³

Anfang Juni 1931 verweigerte die Danat-Bank die Prolongation eines Kredits an die Stadt Berlin, woraufhin die Presse über eine drohende Insolvenz der Danat-Bank spekulierte.⁵⁴ Mitte Juni 1931 wurde der Zusammenbruch des Textil-Konzerns Nordwolle publik; größter Kreditgeber des Konzerns war die Danat-Bank, die darüber hinaus ein großes Aktienpaket der Nordwolle hielt; die Dresdner Bank war der zweitgrößte Gläubiger des Unternehmens.⁵⁵

Obwohl der amerikanische Präsident Hoover am 20. Juni 1931 zur Entspannung der Lage am deutschen Finanzmarkt den Vorschlag für eine einjährige Aussetzung der Reparationszahlungen Deutschlands an das Ausland unterbreitete und dieses Hoover-Moratorium Anfang Juli in Kraft trat, konnte die Bankenkrise in Deutschland nicht mehr aufgehalten werden. Ende Juni 1931 wurden Probleme der Rheinischen Landesbank öffentlich.⁵⁶ Anfang Juli 1931 besaß die Danat-Bank keine rediskontierbaren Handelswechsel mehr; die Reichsbank, die von den westlichen Zentralbanken keine zusätzlichen Währungskredite erhielt und damit ohne Unterschreitung der 40-prozentigen Deckung des Notenumlaufs der Danat-Bank keine liquiden Mittel zur Verfügung stellen konnte, sah sich nicht in der Lage, die Danat-

⁵¹ Vgl. *Balderston* (1993), Band 2, S. 152 (Table 5.12).

⁵² Die Dresdner Bank war in jener Zeit eng mit dem kreditgenossenschaftlichen Sektor in Deutschland verbunden. Liquiditätsprobleme der Dresdner Bank konnten somit auch zu Refinanzierungsproblemen bei den Kreditgenossenschaften führen. Vgl. *Dresdner Bank* (1929), S. 7; *Dresdner Bank* (1931), S. 6.

⁵³ Vgl. *Balderston* (1993), Band 2, S. 171.

⁵⁴ Vgl. *Born* (1967), S. 71-72, S. 88.

⁵⁵ Vgl. *Born* (1967), S. 74-76; *Schnabel* (2002), S. 27.

Bank zu stützen.⁵⁷ Auch innerhalb des Bankensektors zeichnete sich keine nachhaltige Unterstützung für die Danat-Bank ab.⁵⁸ Die Reichsbank gab zwar eine Garantieerklärung zugunsten der Einleger der Danat-Bank ab, die jedoch nicht verhindern konnte, dass es infolge des Schalterschlusses der Danat-Bank am Montag, den 13. Juli 1931, zu einem Run kam, der sämtliche deutschen Banken erfasste.⁵⁹ Die Dresdner Bank und die Rheinische Landesbank gaben ihre Illiquidität noch am 13. Juli 1931 bekannt.⁶⁰ Das Kabinett beschloss, den 14. und 15. Juli 1931 zu Bankfeiertagen zu erklären, an denen der gesamte Zahlungsverkehr ruhen sollte; noch bis Anfang August 1931 blieb der Zahlungsverkehr starken Beschränkungen unterworfen,⁶¹ eine fristgerechte Bedienung aller kurzfristigen Auslandsschulden war durch die Banken auch dann nicht zu leisten.

Das Baseler Stillhalteabkommen vom August 1931 führte zu einer sechsmonatigen Stundung kurzfristiger Auslandsschulden deutscher Banken in Höhe von 6,3 Mrd. RM. In Folgeverträgen wurde das Stillhalteabkommen unter Absenkung der darunter fallenden Beträge immer wieder verlängert, so dass im Frühjahr 1939 immer noch 700 Mio. RM gestundete kurzfristige Auslandsschulden zu Buche standen. Auch die Reparationsverpflichtungen des Deutschen Reiches, deren Zahlung aufgrund des Hoover-Moratoriums bereits seit Juli 1931 ruhte, fanden nach langen und zähen Verhandlungen von Vertretern der beteiligten Regierungen durch den Vertrag von Lausanne im Juli 1932 ein Ende.⁶²

Im August 1932 fusionierten die Danat- und die Dresdner Bank, wobei das Reich und die Reichsbank große Aktienpakete sämtlicher Berliner Großbanken mit Filialnetz übernahmen.⁶³ Eine allgemeine Aufsicht über das Bankgewerbe, die – wie das Verbot des Aktienrückkaufs - per Notverordnung vom 19. September 1931 eingeführt worden war, wurde im Jahr 1934 im Reichsgesetz über das Kreditwesen verankert.⁶⁴

⁵⁶ Vgl. *Fischer* (1997).

⁵⁷ Vgl. *Born* (1967), S. 76-78, S. 91-95; *Schnabel* (2002), S. 23, S. 29.

⁵⁸ Vgl. *Born* (1967), S. 95.

⁵⁹ Vgl. *Born* (1967), S. 106-108.

⁶⁰ Vgl. *Schnabel* (2002), S. 23.

⁶¹ Vgl. *Born* (1967), S. 108-109, S. 114-115; *Schnabel* (2002), S. 23.

⁶² Vgl. *Born* (1967), S. 134-152, mit Einzelheiten zu den Stillhalteverhandlungen und Stillhalteabkommen.

⁶³ Vgl. *Born* (1967), S. 168-170.

⁶⁴ Vgl. *Terberger* (1995).

4 Ausmaß und Motive des Aktienrückkaufs durch die Berliner Großbanken im Vorfeld der Bankenkrise von 1931

4.1 Aktienrückkauf zur Krisenabwendung?

4.1.1 Kursstützung – ein vorgeschobenes Motiv?

Um die Bedeutung des Aktienrückkaufs durch die Berliner Großbanken im Kontext der Bankenkrise von 1931 zu reflektieren, sei daran erinnert, dass eine Bank durch den Erwerb eigener, von ihr selbst emittierter Aktien einen Kassenabfluss in Höhe des Kaufpreises zu verkräften hat, ohne dass diesem Abfluss an liquiden Mitteln eine materielle Vermögenszufuhr gegenübersteht.⁶⁵ Aus ökonomischer Sicht kommt es mithin zu einer Bilanzverkürzung. Vermögen und Eigenkapital vermindern sich um den Betrag, der für die eigenen Aktien gezahlt wird. Allenfalls bieten die erworbenen Aktien dem zurückkaufenden Kreditinstitut die Möglichkeit, die Verminderung des Kapitals zu einem späteren Zeitpunkt durch eine neuerliche Veräußerung der Aktien rückgängig zu machen; dies setzt jedoch voraus, dass der Markt die Aktien aufnimmt.

Die Berliner Großbanken mit Filialnetz reduzierten somit durch ihren Aktienrückkauf im Vorfeld der Krise sowohl ihr ohnehin geringes Eigenkapital als auch ihre liquiden Mittel, wodurch sich die durch inländische und vor allem ausländische Einlagenabzüge bereits angespannte Liquiditätssituation verschärfte. Trotz dieser negativen Auswirkungen auf die Faktoren Zahlungs(un)fähigkeit und beziehungsweise Überschuldung, die über die (In-)Solvenz eines Unternehmens und damit den offenen Ausbruch der Krise entscheiden, wurde das Instrument ‚Aktienrückkauf‘ von den Bankvorständen vor und während der Bankenkrise von 1931 in massivem Umfang genutzt. Die Dimension des Aktienrückkaufs verdeutlicht *Abbildung 1*.

⁶⁵ Vgl. *Klingberg* (1998), S. 1578.

Abb. 1: Anteil der eigenen Aktien am gesamten Aktienkapital

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

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

Die zum Teil unterschiedlichen Angaben in den zitierten Quellen lassen sich dadurch erklären, dass die in Spalte 2 wiedergegebenen Zahlen aus dem Frühjahr 1931 stammen, während die in Spalte 3 angeführten Zahlen etwas später datieren. Beispielsweise hat die Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft am Ende des zweiten Quartals und in der ersten Julihälfte 1931 zu den 35 Mio. eigenen Aktien im Bestand weitere 70 Mio. zugekauft.⁶⁶ Bei der Darmstädter und Nationalbank KGaA nennt *Born* im Zuge der Restrukturierung nach den Ereignissen im Juli 1931 einen Betrag in Höhe von 35 Mio. und nicht mehr den von ihm für das Frühjahr 1931 angegebenen Betrag in Höhe von 28 Mio.; auch der Geschäftsbericht der Dresdner Bank für das Jahr 1931 spricht von eigenen Aktien des Fusionspartners Danat-Bank in Höhe von 35 Mio. RM.⁶⁷ Ob die Angaben über die eigenen Aktien im Besitz der Dresdner Bank für den Sommer 1931 korrekt sind, ist zweifelhaft. Im Geschäftsbericht der Dresdner Bank für das Jahr 1931 werden als Jahresendbestand lediglich eigene Aktien in Höhe von 34 Mio. genannt.⁶⁸ Es bleibt somit fraglich, ob die Angabe der von *Bertheim* zitierten Frankfurter Zeitung, die bei der Dresdner Bank von eigenen Aktien in Höhe von 55 Mio. ausgeht, korrekt ist. Eine Klärung dieser Differenz wird dadurch erschwert, dass eigene Aktien in den Bankbilanzen bis 1931 zumeist nicht ausgewiesen wurden und Rückkaufaktionen nur in Einzelfällen im Text des Geschäftsberichts Erwähnung fanden. In jedem Fall ist jedoch zu erkennen, dass die Berliner Großbanken mit Filialnetz nicht nur in großem Umfang

⁶⁶ Vgl. Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft (1932), S. 14.

⁶⁷ Vgl. Dresdner Bank (1932), S. 7.

⁶⁸ Vgl. Dresdner Bank (1932), S. 7.

eigene Aktien erwerben, sondern teilweise ihren Bestand an eigenen Aktien in unmittelbarem Umfeld der Krise noch einmal beträchtlich aufstockten.

Als Begründung für die Rückkaufaktionen wurde vor allem das Erfordernis der Kursstützung in Krisenzeiten angeführt.⁶⁹ Diese Begründung lag nahe, da die deutsche Handelspresse die Banken- und Industrievertreter noch im Frühjahr 1931 immer wieder eindringlich aufforderte, „zum Zwecke der Kursstützung eine Kurspflege im weiten Umfang auszuüben“.⁷⁰ Doch nicht nur zurückkaufende Bankvorstände bedienten sich des Kursstützungsarguments, sondern auch der Wirtschaftshistoriker *Born*, der die damaligen Ereignisse mehr als 30 Jahre später analysiert, stellt in seinem Standardwerk zur Bankenkrise den Aktienrückkauf als ein zum Zwecke der Kursstützung eingesetztes Instrument dar,⁷¹ welches das Vertrauen des Publikums wiederherstellen und die Krise abwenden sollte. Es scheint die Vorstellung zu herrschen, dass eine Kursstützung nicht nur das Vertrauen der Aktionäre stärken könnte, sondern auch das der Einleger, die den Aktienkurs mangels öffentlich zugänglicher Informationen als Signal für die Geschäftssituation der Bank interpretieren.

Diese Vorstellung mag auf den ersten Blick plausibel erscheinen und durch die in den USA dokumentierten Kurssteigerungen als Folge von Aktienrückkäufen sogar gestützt zu werden. Die entsprechenden Kursgewinne wurden jedoch bei Unternehmen erzielt, die sich wirtschaftlich keineswegs in kritischen Phasen, gekennzeichnet durch Liquiditätsengpässe und drohende Insolvenz, befanden. Im Gegenteil, diese Unternehmen mussten über ausreichende Liquidität verfügen, um sich den Erwerb eigener Aktien als positives Signal an den Kapitalmarkt leisten zu können. Auf den geringeren Nachteilen des Aktienrückkaufs für das Management von wirtschaftlich gesunden, liquiden Unternehmen im Vergleich zu dem von angeschlagenen Unternehmen baut die finanzierungstheoretische Begründung für die positive Signalwirkung eines Erwerbs eigener Aktien und damit für Kurssteigerungen gerade auf. Die Ausschüttung von Liquidität begrenzt den Spielraum für interne Finanzierung, so dass ein Management eher zum Rückkauf neigt, wenn hohe Gewinne erzielt wurden, die in der Folgeperiode nicht für Investitionen benötigt werden, oder wenn überschüssige Liquidität vorhanden ist, die das Management zur Demonstration einer am Shareholder Value orientierten Unternehmenspolitik den Aktionären zur Anlage

⁶⁹ Vgl. z.B. *Born* (1967), S. 60-61.

⁷⁰ *Koepfel* (1931), S. 75.

⁷¹ Vgl. *Born* (1967), S. 60-61.

außerhalb des Unternehmens zukommen lässt, anstatt den Free Cash Flow in unrentable Prestigeinvestitionen oder den Konsum am Arbeitsplatz fließen zu lassen.⁷²

Im Vorfeld der Bankenkrise von 1931 konnten die zurückkaufenden Banken weder auf einen erfolgreichen Geschäftsverlauf zurückblicken, noch verfügten sie über überschüssige Liquidität. Vielmehr hätten sie ihre liquiden Mittel dringend zur Bedienung der Einlagen benötigt. Gemäß der Signalling-Hypothese wäre insofern ein positives Signal an den Kapitalmarkt in Form des Erwerbs eigener Aktien für diese Unternehmen extrem nachteilig gewesen. Die prohibitiv hohen Kosten hätten das Management von einer solchen Aktion abschrecken müssen. Die finanzierungstheoretische Begründung für den Aktienrückkauf als positives Signal lässt Zweifel aufkommen, ob es für Bankvorstände tatsächlich rational gewesen sein kann, bis zu 50 Prozent des Grundkapitals zum Zwecke der Kursstützung zurückzukaufen.

Das Motiv der Kursstützung ist jedoch nicht nur aus dem Blickwinkel der heutigen Finanzierungstheorie wenig plausibel. Schon damals äußerten zeitgenössische Autoren vereinzelt Zweifel: „Die... Tendenz der Aktienkurse läßt deutlich werden, daß Interventionen auf dem Aktienmarkt durch den Erwerb eigener Aktien während dieser ganzen Zeit [Januar 1929 - September 1931] zu dauernden Mißerfolgen führen mussten, weil die allgemeine wirtschaftliche Abwärtsbewegung stärker war, als alle Kursstützungsmaßnahmen“.⁷³ Die Aktienkursentwicklung der Berliner Großbanken mit Filialnetz, auf die das Zitat anspielt, wird in *Abbildung 2* verdeutlicht, wobei für die Zeit von August 1931 bis März 1932 außer den Kurswerten für September 1931 keine Kursinformationen vorliegen.^{74,75}

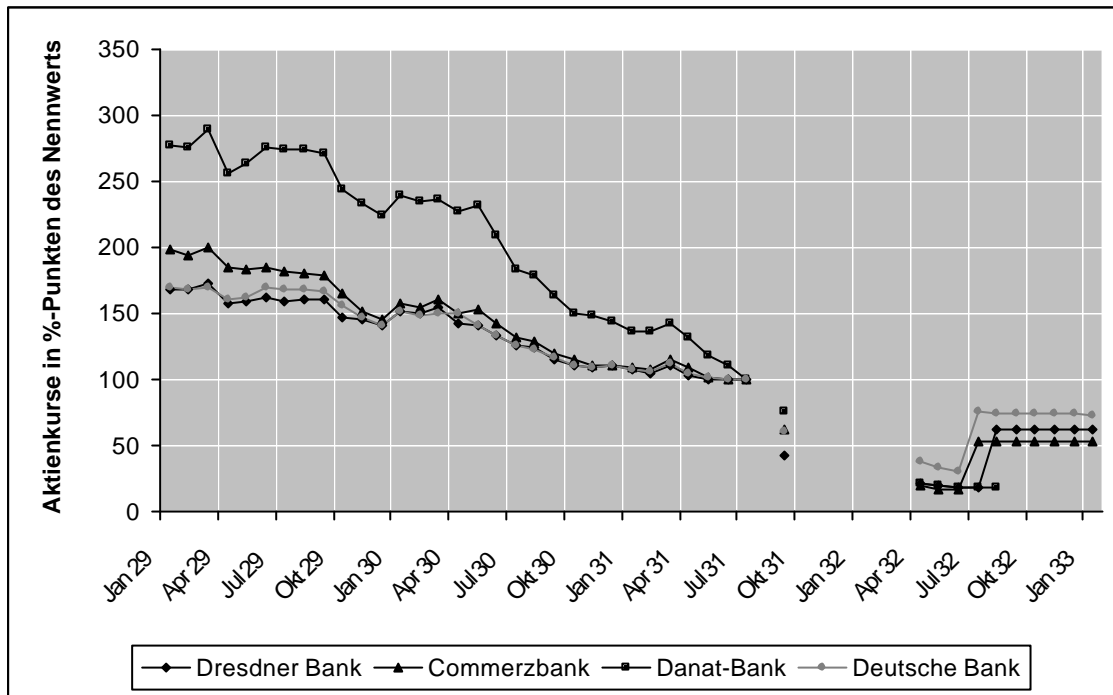
⁷² Vgl. *Jensen* (1986); *Vermaelen* (1981).

⁷³ *Bertheim* (1933), S. 12.

⁷⁴ Auch die Deutsche Bundesbank greift bei den Kursangaben für die Berliner Großbanken zum Jahresende 1931 auf Kurse von Ende September 1931 zurück. Vgl. Deutsche Bundesbank (1976), S. 294-295.

⁷⁵ Die Kurse in *Abbildung 2* sind bereinigt um Dividendenzahlungen. Vgl. *Lowka* (2000).

Abb. 2: Aktienkursentwicklung der Berliner Großbanken



Quelle: Lowka (2000).

Der Verlauf der Aktienkurse kann die Position des zitierten Kritikers der Rückkaufaktionen lediglich illustrieren und darf nicht als empirisches Argument gegen die Wirksamkeit des Aktienrückkaufs als kursstützende Maßnahme fehlinterpretiert werden. Zur Untersuchung, welche Kursreaktion tatsächlich auf den Rückkauf erfolgte, wäre es erforderlich, die durch den Erwerb eigener Aktien ausgelöste Kursentwicklung mit Hilfe einer Ereignisstudie zu untersuchen. Das entscheidende Defizit im Hinblick auf die Durchführbarkeit einer solchen Studie besteht jedoch darin, dass keinerlei Informationen zu den genauen Zeitpunkten der Aktienrückkäufe der einzelnen Institute vorliegen. Die Berliner Großbanken wickelten ihre Rückkäufe in aller Stille ab; Meldungen an Behörden oder die Öffentlichkeit zur Bekanntmachung des Vorhabens beziehungsweise der Aufnahme von Aktienrückkäufen waren gesetzlich nicht vorgesehen und wurden freiwillig nicht herausgegeben. Erst in den Jahresabschlüssen finden sich gewisse Informationen zu den getätigten Rückkäufen.

Aus demselben Grund lässt sich auch schwerlich untersuchen, ob der Aktienrückkauf von den Einlegern als positives Signal aufgefasst beziehungsweise missverstanden

wurde. Doch zumindest vermittelt die Entwicklung der Kreditoren⁷⁶ bei den Berliner Großbanken mit Filialnetz im Frühjahr/Sommer 1931 nicht den Eindruck, als sei der Aktienrückkauf von den Fremdkapitalgebern als vertrauensbildend wahrgenommen worden. Vielmehr nimmt sich der Kreditorenrückgang bei den Berliner Großbanken mit Filialnetz im Durchschnitt stärker aus als bei allen monatlich berichtenden Banken;⁷⁷ die Berliner Großbanken ohne Filialnetz, die auf Aktienrückkäufe weitgehend verzichteten, konnten von März bis Mai sogar Einlagen hinzugewinnen und waren im gesamten Zeitraum von inländischen Einlagenabzügen deutlich weniger betroffen als die Großbanken mit Filialnetz.⁷⁸

Abb. 3: Entwicklung der Kreditoren zwischen März (=100%) und Juli 1931 (ohne Interbankeinlagen)

	März 1931	Mai 1931	Juli 1931
Commerzbank	100	97,8	81,2
Danat-Bank	100	95,2	66,8
Deutsche Bank	100	97,9	81,1
Dresdner Bank	100	95,5	75,3
Berliner Großbanken mit Filialnetz	100	96,8	76,7
Berliner Großbanken ohne Filialnetz	100	101,9	83,7
Monatlich berichtende Banken	100	98,0	81,6

Quelle: Schnabel (2002), Table 7, S. 24.

Auch wenn es an harten empirischen Argumenten fehlt, drängt sich angesichts der mangelnden finanzierungstheoretischen Rationalität der Nutzung des Rückkaufs als Kursstützungsmaßnahme im Krisenfall, angesichts des radikalen Verfalls der Kurse vor der Krise und angesichts des überdurchschnittlichen Einlagenrückgangs bei denjenigen Banken, die zurückgekauft haben, die Frage auf, ob das Argument der Kursstützung vielleicht nur vorgeschoben war und tatsächlich andere Motive zu einem forcierten Aktienrückkauf veranlasst haben könnten.

⁷⁶ Die Kreditoren umfassen Einlagen von Nichtbanken und Auslandsbanken (inkl. Spareinlagen), Einlagen von deutschen Kreditinstituten sowie kurzfristig aufgenommene Gelder. Vgl. Deutsche Bundesbank (1976), S. 78.

⁷⁷ Zu den Banken, die monatlich Geschäftsinformationen auf der Basis eines von der Reichsbank vorgegebenen Schemas veröffentlichten, gehörten etwa 100 Kreditbanken (inkl. der Großbanken, Staatsbanken, Landesbanken und Girozentralen). Vgl. Schnabel (2002), S. 5.

⁷⁸ Vgl. Schnabel (2002), S. 24-25.

4.1.2 Aktienrückkauf als besondere Form des ‚Gambling for Resurrection‘?

Auch wenn das Motiv der Kursstützung nicht überzeugen kann, soll die Interpretation von Autoren wie *Born*, der Aktienrückkauf sei ein Versuch zur Abwendung der Krise und Rettung der Unternehmen gewesen,⁷⁹ nicht leichtfertig verworfen werden, denn tatsächlich wird der Krisenfall auch in der finanzierungstheoretischen Literatur als diejenige Ausnahmesituation diskutiert, in der eine Abkehr des Managements von den Interessen der Gläubiger und seine Annäherung an die Interessen der Eigner möglich ist. Als Triebkraft für das Verhalten des Managements gilt dabei sein Wunsch nach Erhalt des eigenen Arbeitsplatzes, der bei normalem Geschäftsverlauf die Interessenkonformität von Management und Gläubigern zugunsten einer auf Sicherheit bedachten Geschäftspolitik bewirkt. Im Falle einer bevorstehenden Insolvenz dagegen, die noch nicht öffentlich bekannt ist, könnte das Verhalten des Managements aus denselben Beweggründen in ein extrem riskantes Geschäftsgebaren umschlagen - ein Phänomen, das mit dem treffenden Ausdruck des ‚Spiels um die Wiederauferstehung‘ (‚Gambling for Resurrection‘) bezeichnet wird. Ein solches Verhalten könnte dann, wenn es nur noch wenig oder gar nichts mehr zu verlieren gibt, für Manager und Eigner gleichermaßen vorteilhaft sein. Wird das Spiel gewonnen, so ist das Unternehmen gerettet, die Manager behalten ihren Arbeitsplatz und die Aktionäre die Verfügungsmacht über ihr Unternehmen. Wird das Spiel dagegen verloren und der Insolvenzfall tritt ein, so trifft der Verlust die Gläubiger, zu deren Befriedigung aufgrund des verlorenen ‚Spieleinsatzes‘ nun eine noch geringere Vermögensmasse verbleibt. Weist vielleicht das Verhalten der Bankvorstände in der deutschen Bankenkrise die charakteristischen Züge des ‚Gambling for Resurrection‘ auf?

Das ‚Spiel um die Wiederauferstehung‘ im Vorfeld von Bankenkrisen ist kein unbekanntes Phänomen. Die Geschäftspolitik der US-amerikanischen Saving and Loan Associations während ihrer Krise zu Anfang der achtziger Jahre des 20. Jahrhunderts gilt als das prominenteste Beispiel. Gewisse Parallelen zwischen der Krise der Saving and Loan Associations und der deutschen Bankenkrise von 1931 lassen sich nicht leugnen, doch sind diese Parallelen eher in der Kreditvergabepolitik zu suchen. Wenn den deutschen Großbanken vor der Krise eine mangelnde Kreditwürdigkeitsprüfung und hohe Risikokonzentration nachgesagt wird, so sind dies genau die Merkmale, die die Geschäftspolitik der Saving and Loan Associations kennzeichneten.⁸⁰ Das typische

⁷⁹ Vgl. *Born* (1967), S. 60-61.

⁸⁰ Vgl. *Bonn* (1998); *Brandenburg* (1994); *Mayer*, M. (1990).

Muster für ein ‚Gambling for Resurrection‘ ist jeweils erfüllt: Hohen möglichen Unternehmenserträgen im Erfolgsfall stehen Verluste im Misserfolgsfall gegenüber, die vor allem die Gläubiger, also insbesondere die Bankeinleger, treffen. Ein Einlagenabzug als Reaktion der Gläubiger auf diese Risikoverlagerung zu ihren Ungunsten muss nicht befürchtet werden, sei es, weil sie sich des Risikos gar nicht bewusst sind, oder aber, weil die Sicherheit der Einlagen garantiert wird, wie im Falle der Saving and Loan Associations durch eine staatliche Einlagensicherung.⁸¹

Auch bezüglich dieser Garantie, die die Banken vor Einlagenabzügen schützt, mögen sich noch Parallelen zwischen der deutschen Bankenkrise und der Krise der Saving and Loan Associations aufzeigen lassen. Zwar gab es in Deutschland noch kein Einlagensicherungssystem, doch insbesondere die Berliner Großbanken gingen davon aus, dass sie ‚too big to fail‘ seien und die Reichsbank im Falle einer ihnen drohenden Illiquidität als ‚Lender of Last Resort‘ auftreten müsse.⁸² Die Reichsbank hat diese Garantie allerdings vor der Krise niemals explizit gegeben, vielmehr berichtet *Nordhoff*: „Die Reichsbankleitung hat sich dabei niemals die Auffassung zu eigen gemacht, die besonders von Großbankseite vertreten wurde, daß die Fürsorge für die Liquidität der Geldinstitute regelmäßig alleinige Aufgabe der Zentralnotenbank sei...“.⁸³ Dennoch ist wohl von einer impliziten Einlagengarantie auszugehen, wenn man der Argumentation von *Schnabel* folgt.⁸⁴ Die ausländischen Einlagen bei den Berliner Großbanken waren um ein Vielfaches höher als die freien - über die 40-Prozent-Untergrenze hinausgehenden - Reserven in Gold und Devisen bei der Reichsbank, so dass schon ein Abzug eines Teils der ausländischen Einlagen bei den Geschäftsbanken beziehungsweise die dadurch erhöhte Gold- und Devisennachfrage die Reserven bei der Reichsbank hätte erschöpfen können. Die Reichsbank konnte sich mithin nur glaubhaft an den Goldstandard binden, wenn sie sich gleichzeitig verpflichtete, die Großbanken in einer Krise zu unterstützen und Abzüge von Auslandsgeldern zu verhindern oder zu kompensieren. Diese implizite Garantie hatte jedoch offensichtliche Grenzen: Eine eventuell auf mehrere Banken übergreifende Krise und eine Versorgung dieser Banken mit Liquidität durch erhöhten Notenumlauf hätte den Goldstandard ebenfalls gefährdet, denn der steigende Notenumlauf hätte auch eine Erhöhung der Gold- und Devisenreserven bei der Reichsbank erfordert. Diese wäre jedoch in einer Krisensituation gerade nicht möglich gewesen. Demnach erschien die implizite Garantie

⁸¹ Vgl. *Brandenburg* (1994), S. 81-110.

⁸² Vgl. *Schnabel* (2002), S. 13-15; *Schnabel* (2003), S. 8-9, S. 35-44.

⁸³ *Nordhoff* (1933), S. 485.

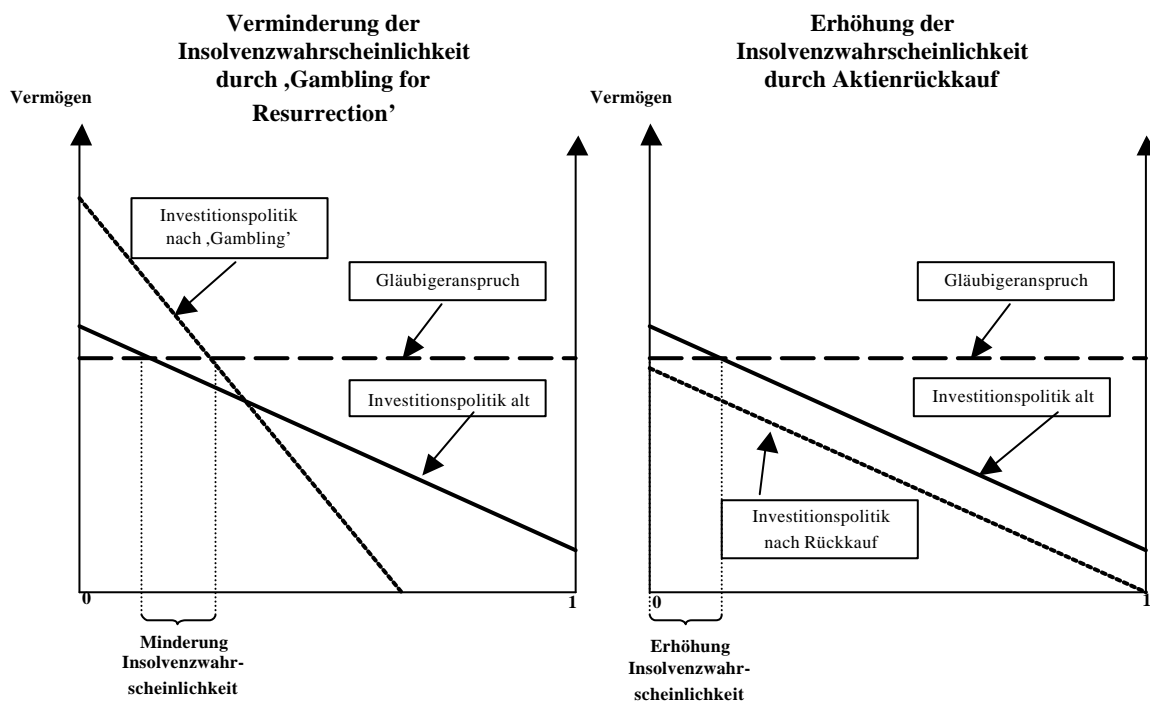
nur solange glaubhaft, wie sich die Reichsbank ausländischer Unterstützung, zum Beispiel in Form von Währungskrediten, gewiss sein konnte. Die oben beschriebenen politischen Spannungen machten dies im Zuge der Entwicklungen bis hin zur Bankenkrise des Jahres 1931 zunehmend unwahrscheinlicher, wie die gescheiterten Versuche der Reichsbank belegen, im Juni 1931 Währungskredite bei den Zentralbanken in New York und London aufzunehmen.⁸⁵ Damit war die implizite Garantie der Reichsbank, für ausreichende Liquidität zu sorgen, auf dem Höhepunkt der Krise nahezu wertlos. Vor der Krise mag das Vertrauen auf die Reichsbank jedoch dazu beigetragen haben, dass insbesondere die Berliner Großbanken mit Filialnetz sich wenig um den Abzug von Einlagen zu sorgen schienen.

Doch diese Parallelen zur Krise der Saving and Loan Associations reichen nicht aus, um den Aktienrückkauf als einen speziellen Fall von ‚Gambling for Resurrection‘ zu interpretieren, da dem Aktienrückkauf die entscheidenden Charakteristika einer solchen Geschäftspolitik fehlen. Ein ‚Gambling for Resurrection‘ verlangt eine Vermögensumschichtung zugunsten einer hoch riskanten Investition, die im Erfolgsfall einen ausreichend hohen Ertrag verspricht, um das Unternehmen beziehungsweise das Kreditinstitut zu sanieren. Der Aktienrückkauf ist keine Vermögensumschichtung zugunsten einer riskanten Investition, sondern eine Desinvestition beziehungsweise Vermögensausschüttung. Das rückkaufende Unternehmen reduziert damit nicht nur seine Möglichkeit, riskante Investitionen zu tätigen und aus eigener Kraft einen - wenn auch riskanten - Weg aus der Krise zu finden, sondern sorgt sogar dafür, dass sich bei ansonsten gleichbleibender Geschäftspolitik die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz durch Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung erhöht. Somit fehlt die für ein ‚Gambling for Resurrection‘ typische Risikopreizung auf Kosten der Gläubiger und/oder des Staates, die den Eignern und Managern zum Vorteil gereicht, weil sich die Insolvenzwahrscheinlichkeit vermindert. Die Gläubiger beziehungsweise der Staat, sofern er Einlagengarantien übernommen hat, werden zwar – wie im Falle des ‚Gambling for Resurrection‘ – auch durch den Rückkauf geschädigt, da sich die Haftungsmasse im Vergleich zur Ausgangssituation verringert. Aber im Unterschied zu der typischen Veränderung des Gewinn-Verlust-Profiles durch ‚Gambling for Resurrection‘ schädigen sich die Manager - zumindest sofern man ihren Wunsch nach einem Erhalt des eigenen Arbeitsplatzes als vorrangiges Motiv ansieht - auch selbst.

⁸⁴ Vgl. im Folgenden *Schnabel* (2002), S. 13-15, S. 32-33.

⁸⁵ Vgl. *Feldman* (1995), S. 295-296.

Abb. 4: ‚Gambling for Resurrection‘ versus Aktienrückkauf



Quelle: Eigene Darstellung.

Dies verdeutlicht *Abbildung 4*, in der auf der Abszisse die kumulierten Wahrscheinlichkeiten von 0 bis 1 abgetragen sind, mit denen durch eine Geschäftspolitik mindestens das auf der Ordinate abgetragene Endvermögen erzielt wird. Während beim ‚Gambling for Resurrection‘ die Funktion möglicher Investitionserträge so verändert wird, dass die kumulierte Wahrscheinlichkeit für ein Investitionsergebnis, das über dem Gläubigeranspruch liegt, steigt und sich damit die Insolvenzwahrscheinlichkeit vermindert, verschiebt sich durch den Erwerb eigener Aktien aufgrund des Vermögensabflusses die Funktion möglicher Investitionserträge nach unten, so dass in dem dargestellten Beispielfall nun die Insolvenz mit Sicherheit eintritt. Dies schädigt nicht nur die Gläubiger, sondern läuft auch den Interessen eines nach Insolvenzvermeidung strebenden Managers entgegen.

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

verworfen werden, denn eine solche Finanztransaktion beschleunigt eher den Untergang.

4.2 Aktienrückkauf als Instrument einzelner Interessengruppen

4.2.1 Bankvorstände als loyale Agenten des Staates?

Der Bankensektor gilt als ein Wirtschaftssektor, der gerne von der Politik für ihre Interessen vereinnahmt wird. Wenn Bankmanager während der Bankenkrise durch den Aktienrückkauf gegen ihr eigenes Interesse an Insolvenzvermeidung handelten, so taten sie dies vielleicht auf höhere Anweisung. Tatsächlich existieren zahlreiche Beispiele für eine politisch motivierte staatliche Einflussnahme auf die Geschäftspolitik von Banken, die für den Ausbruch einer Krise mitverantwortlich zeichnet. Bei diesen Beispielen ist keineswegs nur an solche Länder zu denken, bei denen der Bankensektor durch Kreditinstitute in staatlichem Eigentum dominiert wird oder gar ein staatlich vorgegebener Kreditplan Bankvorstände zur Finanzierung von verlustbringenden Staatsbetrieben zwingt. Vielmehr ist auch ein Geschäftsbankensystem, das mehrheitlich durch Banken in Privateigentum gekennzeichnet ist, nicht vor staatlichen Eingriffen in die Geschäftspolitik einzelner Institute gefeit. So sind nicht zuletzt die Länder der Asienkrise, vor allem Südkorea, ein Musterbeispiel für dieses als ‚Crony Capitalism‘ bekanntgewordene Phänomen.⁸⁶ Auch Japan gilt als eines der Länder, das durch enge Verflechtungen von Staat und Wirtschaft gekennzeichnet ist, die auf anderen Mechanismen als dem staatlichen Eigentum beruhen.⁸⁷ Deutschland war und ist von solchen Verflechtungen ebenfalls nicht ganz frei.⁸⁸

In dem betrachteten Zeitraum vor und während der Bankenkrise war eine gewisse politisch motivierte staatliche Einflußnahme auf den Bankensektor spürbar, denn im Jahre 1929 entfielen alle ausländischen Kontrollorgane, die eine solche Einflussnahme verhindern sollten,⁸⁹ so dass nur noch die vorhandenen gesetzlichen Regelungen zur Autonomie der Reichsbank und zur Begrenzung der Kreditvergabe der Reichsbank an

⁸⁶ Vgl. *Terberger* (2000).

⁸⁷ Vgl. *Terberger* (2000).

⁸⁸ Vgl. *Hellwig* (2000).

⁸⁹ In Verbindung mit dem Dawes-Plan wurde ein zur Hälfte mit ausländischen Sachverständigen zu besetzender Generalrat der Reichsbank als zweiter Rat neben dem Reichsbankdirektorium sowie als Interessenvertretung der Gläubigerstaaten eingesetzt. Weiteren Einfluß gewannen die Alliierten durch die Einsetzung eines ausländischen Notenkommisars, eines Reparationsagenten (Parker Gilbert) sowie eines Transferkomitees zur Überwachung der Transferierung der Reparationszahlungen. Diese ausländischen Kontrollorgane waren jedoch nur von 1924 bis 1929 im Einsatz; nach der Ablösung des Dawes-Plans

das Reich, die Reichspost sowie die Reichsbahn vor Eingriffen schützten. Dies führte dazu, dass die Regierung in Phasen staatlicher Finanzkrisen versuchte, die Geschäftsbanken in ihren Dienst zu stellen. Tatsächlich können die in dem betrachteten Zeitraum auftretenden Liquiditätskrisen der Geschäftsbanken jeweils mit staatlichen Finanzkrisen in Verbindung gebracht werden. Insbesondere die Berliner Großbanken fühlten sich verpflichtet, dem Reichsschatzamt liquide Mittel zur Verfügung zu stellen oder taten dies auf Drängen der Reichsregierung.⁹⁰ Die Reichsregierung nahm damit indirekt Einfluss auf die Kreditvergabepolitik insgesamt, denn die Kreditaufnahme des Staates führte zu einer Verringerung des Kreditvolumens, das privaten Kreditnehmern zur Verfügung stand.

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

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

durch den Young-Plan entfielen sämtliche ausländischen Kontrollorgane. Vgl. *Lüke* (1958), S. 61-62; *Veit* (1961), S. 526.

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

⁹¹ Vgl. o.V. (1998), Immer mehr Unternehmen planen Aktienrückkauf.

angesprochen hatte die Reichsregierung außerdem kein Motiv, einen Aktienrückkauf durch die Berliner Großbanken zu forcieren, zumal das Reich vor Ausbruch der Krise und der anschließenden Reorganisation des Bankwesens noch keine Anteile an den entsprechenden Kreditinstituten hielt, die es im Zuge des Erwerbs eigener Aktien durch die Banken hätte abstoßen können.

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

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

4.2.2 Bankvorstände als loyale Agenten der Bankeigner?

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

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

In der heutigen Unternehmenspraxis sind solche finanziellen Anreizsysteme, die eine stärkere Orientierung des Managerverhaltens an den Interessen der Aktionäre bewirken sollen, insbesondere in den USA, aber in jüngerer Zeit vermehrt auch in Deutschland

⁹² Zitiert nach *Born* (1967), S. 86.

⁹³ Vgl. *Born* (1967), S. 87.

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

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

Tatsächlich finden sich in einigen in Großbank-Archiven gelagerten Personalakten Angaben, die belegen, dass es auch vor 1931 erfolgsabhängige Entlohnungskomponenten gab. Der Vertrag zwischen der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft und dem damals stellvertretenden Mitglied des Vorstands *Dr. Karl Ernst Sippell*⁹⁷ vom 31. Mai 1930 sah beispielsweise eine jährliche Zusatztantieme von 4.000 RM für jedes Prozent Dividende der Bank vor, das über 4 Prozent hinaus verteilt wurde; die Zusatz-Tantieme sollte zahlbar sein nach Genehmigung des Jahresabschlusses durch die Generalversammlung.⁹⁸ Ein Aktienrückkauf hätte indirekt zu einem Anstieg dieser Zusatztantieme führen können, allerdings nur dann, wenn sich das dividendenberechtigte Aktienkapital durch den Rückkauf stärker reduziert als die Liquidität, die für Ausschüttungen – sei es in Form eines Rückkaufs oder sei es in Form von Dividenden – zur Verfügung steht. Unter den Annahmen, dass ein gegebener

⁹⁴ Vgl. hierzu beispielsweise *Menichetti* (1996).

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

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

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

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

Betrag liquider Mittel für den Rückkauf oder eine Dividendenausschüttung zur Verfügung steht, die Aktien zum Kurswert zurückgekauft werden und sich der Marktwert der Aktien durch den Rückkauf nicht ändert, kann ein Rückkauf nur dann indirekt zu einer prozentual höheren Dividendenausschüttung führen als die direkte Dividendenausschüttung der gesamten Mittel, wenn der Gesamtmarktwert aller Aktien vor dem Rückkauf geringer ist als der für eine Ausschüttung via Dividende oder Rückkauf insgesamt zur Verfügung stehende Betrag. Nur in diesem Fall würde sich das dividendenberechtigte Kapital prozentual stärker vermindern als der Betrag, der direkt oder indirekt ausgeschüttet wird.

Trotz des Kursverfalls und trotz der immensen Beträge, die bei den Berliner Großbanken mit Filialnetz vor allem mittels Aktienrückkauf ausgeschüttet wurden, war vor dem offenen Ausbruch der Krise der Gesamtmarktwert der Aktien vor Rückkauf niemals geringer als der Betrag, der insgesamt ausgeschüttet wurde. Für eine indirekte Dividendenerhöhung mittels Aktienrückkauf spricht allerdings, dass bei einem Rückkauf keine Ausschüttungssperrvorschriften beachtet werden mussten, so dass für den Rückkauf Mittel verwendet werden konnten, die für Dividenden aufgrund deren Beschränkung auf den Bilanzgewinn nicht zur Verfügung gestanden hätten. Zwei gewichtige Gründe sprechen jedoch dagegen, dass ein Rückkauf zur indirekten Erhöhung der prozentualen Dividende und damit auch als Instrument der Tantiemeerhöhung genutzt wurde.

Zum ersten haben die Berliner Großbanken mit Filialnetz im Frühjahr 1931 zwar noch Dividenden bezahlt, auch wenn sie gegenüber dem Vorjahr deutlich geringer ausfielen, allerdings pflegte insbesondere die Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft vor der Krise Dividenden auf eigene Aktien auszuzahlen,⁹⁹ so dass zumindest für dieses Institut keine Erhöhung der Dividende pro Aktie im Anschluss an einen Rückkauf aufgetreten wäre.

Zum zweiten gibt es Belege dafür, dass in der Zeit um 1930/31 keinerlei Gehaltserhöhungen oder Erhöhungen von Zusatzzahlungen genehmigt wurden. Vielmehr sahen sich sämtliche Mitarbeiter der Großbanken mit Gehaltskürzungen konfrontiert, wobei die Kürzungen bei höheren Gehältern entsprechend höher ausfielen.¹⁰⁰ *Dr. Karl Ernst Sippell* musste vom Januar 1931 an beispielsweise auf 15 Prozent seines Gehalts, seiner festen Tantieme sowie einer Aufwandsentschädigung

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

¹⁰⁰ Vgl. *Feldman* (1995), S. 285-286.

verzichten.¹⁰¹ *Georg Solmssen*, Mitglied des Vorstands der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft von 1929 bis 1934 und dessen Sprecher im Jahre 1933, musste sogar einen 20-prozentigen Abschlag auf sein Gehalt sowie seine Tantieme hinnehmen; allein an Tantieme-Vorauszahlungen büßte er 1930 somit 60.000 RM ein.¹⁰² Diese Einschnitte insbesondere bei den Bezügen der Vorstände verdeutlichen, dass in der Zeit um 1930/31 auch in diesem Bereich Einsparungen vorgenommen wurden. Auf eine Erhöhung der Zusatz-Tantieme im Anschluss an Aktienrückkäufe konnten die Vorstände daher kaum hoffen.

So gilt es, nach solchen Mechanismen zu suchen, die unmittelbar eine Interessenharmonie von Managern und Eignern erzeugen. Einen solchen Mechanismus stellt ohne Zweifel die direkte Beteiligung des Managers am Unternehmen dar, die ihm die Rolle eines Manager-Eigners verschafft. Diese Spur erscheint insofern hoffnungsvoll, als es zu jener Zeit eine Großbank gab, die mit Sicherheit über geschäftsführende Eigner verfügte.

Hierbei handelt es sich um die Darmstädter und Nationalbank (Danat-Bank), also genau die Bank, die die Kette der zusammenbrechenden Institute anführte. Die Danat-Bank firmierte bis zu ihrer kriseninduzierten Fusion mit der Dresdner Bank als Kommanditgesellschaft auf Aktien. Die Liste der persönlich haftenden Gesellschafter, das heißt, der Komplementäre der KGaA, umfasste fünf Personen, und zu diesen fünf Personen zählten auch die beiden Geschäftsführer der Bank, *Jakob Goldschmidt* und *Siegmond Bodenheimer*. Nachweislich handelte es sich bei diesen beiden Personen um Manager-Eigner. Theoretisch wäre es demnach möglich, dass diese Geschäftsführer und Geschäftsinhaber in der Phase einer drohenden Insolvenz ihre Geschäftsführungsbefugnis nutzten, um Aktien auch aus ihrem persönlichen Besitz durch die Gesellschaft zurückzukaufen. Ein Nachweis hierfür ließ sich in historischen Quellen jedoch nicht finden. Auch ihre haftungsrechtliche Stellung als Komplementär spricht gegen ein Interesse an einer solchen Transaktion. Als Komplementäre der KGaA hafteten sie persönlich mit ihrem gesamten Vermögen. Ein Rückkauf ihrer eigenen Aktien hätte mithin keinen Transfer von Unternehmensvermögen in haftungsgeschütztes Privatvermögen bedeutet, sondern die transferierte Liquidität hätte, soweit sie noch vorhanden gewesen wäre, weiterhin - nun als Bestandteil des Privatvermögens - für die Verbindlichkeiten der Bank haftet. An einem Rückkauf der

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

¹⁰² Vgl. *Feldman* (1995), S. 286.

Aktien von anderen, nicht mit ihrem Privatvermögen haftenden Aktionären dürften die Manager-Eigner zumindest theoretisch noch weniger Interesse gehabt haben, denn damit hätten sie lediglich ihr eigenes Risiko, zur persönlichen Haftung herangezogen zu werden, erhöht. Ob diese auf die Haftungsverhältnisse bei der Danat-Bank fußende Argumentationskette, die gegen eine Motivation zum Aktienrückkauf spricht, allerdings greift, muss in Frage gestellt werden. Denn zum einen wurde bei der Danat-Bank massiv zurückgekauft; und zum anderen deutet in historischen Dokumenten nichts darauf hin, dass die Komplementäre der Danat-Bank nach dem Zusammenbruch der KGaA in irgendeiner Form zu einer persönlichen Haftung herangezogen wurden. Die Vorstände, insbesondere *Jakob Goldschmidt*, mussten lediglich ihre Ämter niederlegen.¹⁰³ Mithin wäre eine Vermögensübertragung von der Gesellschaft zu einigen Eignern auf dem Wege des Aktienrückkaufs - sofern sie denn stattgefunden hätte - letztlich erfolgreich gewesen.

Die oben skizzierten Überlegungen sind eher hypothetischer Natur, da kein Archivmaterial über die Transaktionspartner der Aktienrückkäufe bei der Danat-Bank gefunden wurde. Doch in dem Geschäftsbericht einer anderen Berliner Großbank, bei der allerdings von der Rechtsform keine Schlüsse auf eine Beteiligung von Vorständen am eigenen Unternehmen gezogen werden können, stößt man auf ein aufschlussreiches historisches Indiz. Im Geschäftsbericht der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft für das Jahr 1930 heißt es: „... haben wir im Laufe des Sommers beschlossen,... an der Börse bis zu RM 35.000.000 unserer Aktien allmählich zurückzukaufen... Bis zum Jahresabschluß hatten wir RM 23.202.500 zu einem Durchschnittskurs von 115 ½ % gekauft. Den an der beabsichtigten Aufnahmehöhe fehlenden Betrag haben wir von Freunden erworben mit der Maßgabe, ihn zum Erwerbskurs zurückzugeben, insoweit sich uns Gelegenheit zu weiteren börsenmäßigen Käufen bietet“.¹⁰⁴ Dieser Textauszug impliziert, dass in dem betrachteten Zeitraum Aktien in Höhe eines Nennwerts von RM 11.797.500 nicht etwa von irgendwelchen, sondern gezielt von ausgewählten, befreundeten Aktionären zurückgekauft wurden. Der Geschäftsbericht erweckt im Tenor den Eindruck, man müsse den entsprechenden Aktionären für ihre Bereitschaft zur Veräußerung danken, weil sie halfen, eine angebliche Angebotslücke an der Börse

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

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

zu füllen. Ob diese Darstellung bei einem Unternehmen, dessen Aktien stetig an Wert verloren,¹⁰⁵ wirklich einleuchtend war oder ob die befreundeten Aktionäre vielleicht ganz froh über diese Möglichkeit zum Ausstieg aus ihrem finanziellen Engagement waren, sei dahingestellt. Leider enthält der Geschäftsbericht keine Angaben über den diesen Freunden gezahlten Rückkaufpreis; die Zahlung eines über dem aktuellen Börsenkurs liegenden Preises zur Entlohnung der Verkaufsbereitschaft liegt aber zumindest im Bereich des Möglichen. Unklar ist, wie der Zusatz, „mit der Maßgabe, ihn [den Betrag an eigenen Aktien] zum Erwerbskurs zurückzugeben“,¹⁰⁶ zu interpretieren ist. Da die Freunde wohl kaum bereit gewesen wären, die Anteile zu dem Rückkaufpreis zurückzunehmen, falls die Aktien - wie es zunächst geschah - weiter an Wert verloren, dürfte die Deutsche Bank mit diesem Zusatz den veräußernden Freunden eine Art Kaufoption gewährt haben, die die Freunde im Falle einer Kurserholung, die später tatsächlich eintrat, hätten ausüben können.¹⁰⁷ Trifft diese Argumentation zu, so hätten die Freunde ihre Aktien nach der Kurserholung zu dem Preis, der ihnen Ende 1930 gezahlt worden war, zurückerhalten und mit einer anschließenden Veräußerung an Dritte sogar Kursgewinne erzielen können.

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

¹⁰⁵ Vgl. Lowka (2000) sowie *Abbildung 2*.

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

¹⁰⁷ Vgl. zur Kursentwicklung Lowka (2000) sowie *Abbildung 2*.

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

Diese Argumentation deckt sich mit empirischen Ergebnissen zum Aktienrückkauf in den USA. Dort hat man nachgewiesen, dass - während alle anderen Formen des Aktienrückkaufs¹⁰⁹ zu Kurssteigerungen führen - ein gezielter Auskauf einzelner Aktionäre durch ‚Negotiated Repurchases‘ regelmäßig zu Kursabschlägen bei den entsprechenden Aktien und einer Schädigung der verbleibenden Aktionäre führt.¹¹⁰

5. Fazit

Die Spur, die eine plausible Erklärung für den Rückkauf eigener Aktien im Zuge der Bankenkrise von 1931 liefert, führt zu der Möglichkeit, dass Manager bei dem Erwerb eigener Anteile nicht etwa in dem gemeinsamen Interesse aller Eigner und Manager an der Rettung des Unternehmens handelten, sondern einen Transfer von Unternehmensvermögen in die Vermögenssphäre einiger Eigner vor dem Zusammenbruch des Unternehmens unterstützten. Es sei dahingestellt, ob sich dieser finanzierungstheoretisch begründete Verdacht jemals durch härtere Fakten belegen lässt, als sie dem Geschäftsbericht der Deutschen Bank und Disconto-Gesellschaft von 1930 zu entnehmen sind.

Ein Aktienrückkauf zur Kursstützung beziehungsweise zur Schaffung von Vertrauen bei den Einlegern vor der Bankenkrise von 1931, wie er von verschiedenen Seiten vermutet wurde, kann jedoch weitgehend ausgeschlossen werden. Auch lassen sich keinerlei Hinweise finden, dass die Bankvorstände auf Anweisung der Reichsregierung eigene Aktien erwarben. Insofern deutet die vorliegende Untersuchung darauf hin, dass sich Bankvorstände vor der Bankenkrise als loyale Agenten einiger Bankeigner erwiesen,

¹⁰⁸ *Bertheim* (1933), S. 30-31.

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

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

denen sie die im Kurs stetig fallenden Aktien der von ihnen geleiteten Kreditinstitute im Namen der Gesellschaft abkauften.

Die entsprechenden Aktienrückkäufe mögen die Krise nicht ausgelöst haben, aber sie verschärften und beschleunigten sie. Hiervon ist insbesondere auszugehen, wenn man berücksichtigt, dass die Berliner Großbanken mit Filialnetz im Sommer 1931 durchschnittlich nahezu 50 Prozent ihres Grundkapitals in Form von eigenen Aktien hielten.¹¹¹

Aus diesen historischen Erfahrungen lassen sich einige Implikationen für den Aktienrückkauf im deutschen Finanzsystem der Gegenwart ableiten. Zum ersten kann Entwarnung bezüglich der Frage gegeben werden, ob ein derartiger Missbrauch des Aktienrückkaufs heute noch denkbar wäre. Er ist es nicht, denn das Rückkaufvolumen ist nicht nur auf 10 Prozent des Grundkapitals beschränkt, sondern der Kaufpreis für die zurückgekauften Aktien muss darüber hinaus durch freie Rücklagen gedeckt sein, die, solange die zurückgekauften Aktien weder eingezogen noch wiederveräußert, sondern in der Bilanz ausgewiesen sind, einer Ausschüttungssperre unterliegen.¹¹² Dem Gedanken des Gläubigerschutzes ist somit Rechnung getragen, der Gefahr einer unzulässigen Aushöhlung des Unternehmensvermögens, das den Gläubigern lediglich eine leere Hülle belässt, ist vorgebeugt.

Zum zweiten hat der Gesetzgeber in § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG explizit festgelegt, dass das Gleichbehandlungsgebot¹¹³ auf den Erwerb und die Veräußerung eigener Aktien anzuwenden ist. Dadurch kann zum einen befremdeten Aktionären beim Aktienrückkauf kein bevorzugtes Angebot unterbreitet werden, und zum anderen ist dem Vorstand die Möglichkeit genommen, die Zusammensetzung des Aktionärskreises zu beeinflussen.¹¹⁴ Das Gleichbehandlungsgebot sowie das Verbot der Einlagenrückgewähr¹¹⁵ schreiben weiterhin gesetzlich fest, dass eigene Aktien von einer Gesellschaft nicht zu einem überhöhten, unangemessenen Preis gekauft werden dürfen.¹¹⁶ Das heißt, auch in dieser Hinsicht ist einem Missbrauch vorgebeugt.

Es ist jedoch zu konstatieren, dass kaum mit einem breiten Einsatz des Instruments ‚Aktienrückkauf‘ durch Manager im Sinne des Shareholder Value zu rechnen ist, es sei denn, flankierende Maßnahmen oder Umstände führen zu einer gleichgerichteten

¹¹¹ Vgl. *Bertheim* (1933), S. 10; *Born* (1967), S. 60.

¹¹² Vgl. § 71 Abs. 2 AktG.

¹¹³ § 53 a AktG.

¹¹⁴ Vgl. *Peltzer* (1998), S. 329.

¹¹⁵ § 57 Abs. 1 Satz 2 AktG.

Interessenlage von Managern und Aktionären. Dies ist etwa der Fall, wenn die Entlohnung des Managements an die Entwicklung des Aktienkurses gekoppelt ist, oder wenn bei zu hohem Free Cash Flow oder schlechter Kursentwicklung die feindliche Übernahme des Unternehmens durch einen ‚Raider‘ droht, der das Alt-Management durch ein neues ersetzen könnte. Derartige Rahmenbedingungen sind auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt seit langem zu finden; in Deutschland sind sie in der Entstehung begriffen. Daher mag es noch etwas dauern, bis das Instrument des Aktienrückkaufs in Deutschland die Erwartungen erfüllt, die bei der begeisterten Begrüßung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) geweckt wurden.

Diese Einschätzungen gelten für die derzeitige Rechtslage, die möglicherweise nicht mehr sehr lange Bestand hat. Wie im Februar 2004 aus Brüssel verlautete, plant die EU, sowohl die derzeit geltende Obergrenze für den Erwerb eigener Aktien in Höhe von 10 Prozent des Grundkapitals aufzuheben als auch die Gültigkeitsdauer des Vorratsbeschlusses der Hauptversammlung, der das Management zum Aktienrückkauf ermächtigt, von derzeit 18 Monaten auf 5 Jahre zu verlängern.¹¹⁷ Derartige Änderungen in den rechtlichen Rahmenbedingungen des Aktienrückkaufs würden den Handlungsspielraum des Managements noch einmal gravierend erweitern, ohne dass sich gleichzeitig das finanzsystemische Umfeld zugunsten einer stärkeren Kontrolle über den Kapitalmarkt geändert haben müsste. Szenarien mit Rückkaufquoten wie zu Zeiten der Bankenkrise erscheinen auch in Deutschland wieder in den Bereich des Möglichen gerückt, und ein Fünf-Jahres-Zeitraum wäre lange genug, um zu einer zum Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses noch nicht absehbaren krisenhaften Unternehmensentwicklung zu führen. Das – wenn auch unvollständige - Wissen darüber, wie der Aktienrückkauf während der Bankenkrise von 1931 genutzt wurde, lässt die konkrete Ausgestaltung der zukünftigen Regelungen zum Erwerb eigener Aktien mit Spannung erwarten.

¹¹⁶ Vgl. *Peltzer* (1998), S. 329.

¹¹⁷ Vgl. o.V. (2004), Brüssel will Kapitalmarktrecht deregulieren – Obergrenze für Aktienrückkäufe soll fallen.

Literaturverzeichnis

Balderston, Theo (1993), *The Origins and Course of the German Economic Crisis: 1923-1932*, (Schriften der Historischen Kommission zu Berlin, Band 2: Beiträge zu Inflation und Wiederaufbau in Deutschland und Europa 1914-1924).

Barclay, Michael J. (1992), *Common Stock Repurchase*, in: *Newman, Paul* (Hrsg.), *The new Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Vol. 1, S. 407-409.

Bertheim, Curt (1933), *Erwerb eigener Aktien*.

Beutelstahl, Walter (1932), *Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft nach der Notverordnung des Reichspräsidenten vom 19. September 1931*.

Bonn, Joachim K. (1998), *Bankenkrisen und Bankenregulierung*, (Schriftenreihe des Instituts für Kredit- und Finanzwirtschaft, Band 24).

Born, Karl Erich (1967), *Die deutsche Bankenkrise 1931*.

Bradley, Michael/Wakeman, L. Macdonald (1983), *The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases*, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, S. 301-328.

Brandenburg, Dierk (1994), *Die amerikanische Sparkassenkrise*.

Commerz- und Privat-Bank Aktiengesellschaft (1929), *Jahres-Bericht über das 59. Geschäftsjahr 1928*.

Commerz- und Privat-Bank Aktiengesellschaft (1930), *Jahres-Bericht über das 60. Geschäftsjahr 1929*.

Dann, Larry Y. (1981), *Common Stock Repurchases, An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders*, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, S. 113-138.

Dann, Larry Y./DeAngelo, Harry (1983), *Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control*, Vol. 11, S. 275-300.

Denis, David J. (1990), *Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends*, in: *Journal of Finance*, Vol. 45, S. 1433-1456.

Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft (1930), *Generalsekretariat, Betr. Personalia Dr. Sippell*, P1/13, angefangen am 31.3.1930 (unveröffentlichte, archivalische Quelle, Standort: Deutsche Bank, Historisches Institut, Frankfurt/Main).

Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft (1931), *Jahresbericht 1930*.

Deutsche Bank und Disconto-Gesellschaft (1932), *Jahresbericht 1931*.

Deutsche Bundesbank (1976), Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975.

Deutsches Aktieninstitut e.V. (DAI) (1999), Der Erwerb eigener Aktien in Deutschland, Ergebnisse einer Untersuchung des Deutschen Aktieninstituts zum Rückkauf eigener Aktien durch die Gesellschaft.

Disconto-Gesellschaft (1929), Jahresbericht 1928.

Dittmar, Amy K. (2000), Why Do Firms Repurchase Stock?, in: *Journal of Business*, Vol. 73, S. 331-355.

Dresdner Bank (1929), Geschäfts-Bericht, Sechsfundfünfzigstes Geschäftsjahr 1928.

Dresdner Bank (1931), Geschäftsbericht, Achtundfünfzigstes Geschäftsjahr 1930.

Dresdner Bank (1932), Geschäftsbericht, Neunundfünfzigstes Geschäftsjahr 1931.

Feldman, Gerald D. (1995), Die Deutsche Bank vom Ersten Weltkrieg bis zur Weltwirtschaftskrise 1914-1933, in: *Gall, Lothar et al. (Hrsg.): Die Deutsche Bank: 1870-1995.*

Fischer, Albert (1997), Die Landesbank der Rheinprovinz: Aufstieg und Fall zwischen Wirtschaft und Politik (Wirtschafts- und Sozialhistorische Studien; Band 6).

Flecken, Willy (1911), Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft und Amortisation.

Gerber, Otto Ludwig (1932), Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft.

Hackethal, Andreas/Schmidt, Reinhard H. (2000), Finanzsystem und Komplementarität, in: Beihefte zu Kredit und Kapital, No. 15: Finanzmärkte im Umbruch, S. 53-102.

Hellwig, Martin (2000), Banken zwischen Politik und Markt: Worin besteht die volkswirtschaftliche Verantwortung der Banken?, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 1. Jg., S. 337-356.

Hirsch, Richard (1888), Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft.

James, Harold (1986), The German Slump, Politics and Economics 1924-1936.

Jensen, Michael C. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, in: *American Economic Review*, Vol. 76, S. 323-329.

Jolls, Christine (1998), Stock Repurchases and Incentive Compensation, NBER Working Paper Series, Working Paper 6467.

Kellerhals, Phillipp/Rausch, Elmar (2000), Die Liberalisierung von Aktienrückkäufen, Bundesdeutsche Erfahrungen, in: *Die Aktiengesellschaft*, 5/2000, S. 222-225.

- Klein, April/Rosenfeld, James* (1988), Targeted Share Repurchases and Top Management Changes, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, S. 493-506.
- Klingenberg, Dietgard* (1998), Der Aktienrückkauf nach dem KonTraG aus bilanzieller und steuerlicher Sicht, in: *Betriebs-Berater*, 53. Jg., S. 1575-1581.
- Koepfel, Wilhelm* (1931), Oeffentlichkeit und Aktienrecht zur Kurspflege, in: *Bank-Archiv, Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen*, 31. Jg., S. 74-76.
- Lohmeyer, Kurt* (1932), Der Erwerb eigener Aktien nach der Notverordnung vom 19. September 1931.
- Lowka, Sandy* (2000), Die Aktienrenditen der deutschen Großbanken in der Zeit von 1928 bis 1938, Diplomarbeit an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Humboldt Universität Berlin (Betreuer: Prof. R. Stehle PhD).
- Lüke, Rolf E.* (1958), Von der Stabilisierung zur Krise.
- Lutter, Marcus* (1988), § 71 Erwerb eigener Aktien, in: *Zoellner, Wolfgang* (Hrsg), *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, 2. Aufl., S. 877-906.
- Masulis, Ronald W.* (1980), Stock Repurchases by Tender Offer: An Analysis of the Causes of Common Stock Price Changes, in: *Journal of Finance*, Vol. 35, S. 305-321.
- Mayer, Martin* (1992), The Greatest ever Bank Robbery: The Collapse of the Savings and Loans Industry.
- Menichetti, Marco J.* (1996), Aktien-Optionsprogramme für das Top-Management – Mit kritischer Analyse aktueller Beispiele, in: *Der Betrieb*, 49. Jg., S. 1688-1692.
- Mießner, Herwart* (1933), Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft nach der Notverordnung vom 19. September 1931.
- Mörss, Eugen von* (1906), Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft.
- Müller-Goerne, Walther* (1934), Der Erwerb eigener Aktien durch die Aktiengesellschaft.
- Nordhoff, Karl* (1933), Über die Liquiditätsfrage, in: Untersuchungsausschuss für das Bankwesen 1933 (Hrsg.), *Untersuchung des Bankwesens 1933*, I. Teil, 1. Band, S. 475-491.
- Ofer, Aharon R./Thakor, Anjan V.* (1987), A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends, in: *Journal of Finance*, Vol. 42, S. 365-394.
- o.V. (1998), Aktienrückkäufe werden auch in Kontinentaleuropa populär, CSFB erwartet vor allem in Deutschland eine Welle von Kaufprogrammen, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 11.04.1998, Nr. 85, S. 20.

- o.V. (1998), Immer mehr Unternehmen planen Aktienrückkauf, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 24.06.1998, Nr. 143, S. 30.
- o.V. (2004), Brüssel will Kapitalmarktrecht deregulieren - Obergrenze für Aktienrückkäufe soll fallen, in: Börsen-Zeitung vom 13.02.2004, Nr. 30, S. 1.
- Pellens, Bernhard/Schremper, Ralf* (2000), Theorie und Praxis des Aktienrückkaufs in den USA und in Deutschland, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 52. Jahrgang, S. 132-153.
- Peltzer, Oliver* (1998), Die Neuregelung des Erwerbs eigener Aktien im Lichte der historischen Erfahrungen, in: Wertpapier-Mitteilungen, Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht, 52. Jg., S. 322-331.
- Pontzen, Martin* (1999), Die deutsche Bankenkrise 1931: Gründe, Ursachen, Auslöser, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 52. Jg., S. 19-20.
- Schmidt, Reinhard H./Grohs, Stefanie* (2000), Angleichung der Unternehmensverfassung in Europa – ein Forschungsprogramm, in: Grundmann, Stefan (Hrsg.), Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts, S. 145-188.
- Schmidt, Reinhard H./Spindler, Gerald* (2000), Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity, Working Paper Series: Finance and Accounting der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, No. 27.
- Schnabel, Isabel* (2002), The German Twin Crisis of 1931, Discussion Paper No. 02-48 SFB 504, University of Mannheim.
- Schnabel, Isabel* (2003), The Great Banks' Depression – Deposit Withdrawals in the German Crisis of 1931, Discussion Paper No. 03-11, SFB 504, University of Mannheim.
- Schön, Siegfried* (1936), Geschichte und Wesen der eigenen Aktie.
- Schremper, Ralf* (2002), Aktienrückkauf und Kapitalmarkt: eine theoretische und empirische Analyse deutscher Aktienrückkaufprogramme.
- Seifert, Udo/Stehle, Richard* (2003): Stock Performance around Share Repurchase Announcements in Germany, Working Paper, Humboldt Universität Berlin.
- Stucken, Rudolf* (1976), Schaffung der Reichsmark, Reparationsregelungen und Auslandsanleihen, Konjunkturen (1924-1930), in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975, S. 249-281.
- Terberger, Eva* (1995), Bankenaufsicht, in: *Gerke, Wolfgang/Steiner, Manfred* (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Aufl., S. 151-163.
- Terberger, Eva* (2000), Bankenaufsicht und Asienkrise, in: *Schubert, Renate* (Hrsg.), Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – das Beispiel der Asienkrise (Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; N.F., Band 276), S. 91-115.

Untersuchungsausschuss für das Bankwesen 1933 (1934), Untersuchung des Bankwesens 1933, II. Teil, Statistiken.

Veit, Otto (1961), Grundriß der Währungspolitik, 2. Aufl..

Vermaelen, Theo (1981), Common Stock Repurchases and Market Signalling, An Empirical Study, in: Journal of Financial Economics, Vol. 9, S. 139-183.

Weisbenner, Scott J. (2000), Corporate Share Repurchases in the 1990s: What Role Do Stock Options Play?, Working Paper, Massachusetts Institute of Technology.

Wettberg, Stefanie (2003), Der Rückkauf eigener Anteile im deutschen Finanzsystem.