



Werner Brandt / Steffen Diel

## Aktienrückkauf als integraler Bestandteil der Geschäftsstrategie

Aktienrückkäufe haben in den letzten Jahren als Alternative zur Dividendenzahlung zunehmend an Bedeutung gewonnen. In den USA begann der rasante Aufstieg der Aktienrückkäufe Mitte der achtziger Jahre nach Einführung der sogenannten Safe Harbor Regulation. Diese gesetzliche Regelung verschaffte den Unternehmen eine rechtliche Klarheit in Bezug auf eine mögliche Haftung aus Insidergeschäften und Kursmanipulationen im Zusammenhang mit Aktienrückkäufen unter dem Securities Exchange Act. Am Ende der neunziger Jahre gaben US-Unternehmen zum ersten Mal in der Geschichte mehr freie Liquidität über Aktienrückkäufe an ihre Aktionäre zurück als über Dividenden.

Europäische Unternehmen haben diese Entwicklung mit einer Zeitverzögerung von zehn bis 15 Jahren nachvollzogen. Dies wurde, wie in den USA, durch die Änderung gesetzlicher Regelungen möglich, in Deutschland zum Beispiel durch die Einführung des Gesetzes zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) im Jahr 1998. Seither verfügen fast alle Dax-Unternehmen über einen Hauptversammlungsbeschluss zum Aktienrückkauf. Allerdings setzt nur etwa ein Drittel dieser Unternehmen den genehmigten Aktienrückkauf auch tatsächlich um.

### Kapitalallokation und Ausschüttungspolitik

Die Kapitalallokation ist integraler Bestandteil der strategischen Positionierung eines Unternehmens. Dabei stehen drei In-

vestitionsalternativen zur Auswahl: die Investition in das organische Wachstum, in Akquisitionen oder in die Rückgabe von Liquidität an die Aktionäre mittels Dividendenzahlungen und Aktienrückkäufen.

*Dr. Werner Brandt, Mitglied des Vorstands (Finanzvorstand), SAP AG, und Steffen Diel, Leiter Treasury Finance, SAP AG Global Treasury, Walldorf*

*Aktienrückkäufe gehören mittlerweile zum Standardrepertoire eines jeden größeren Unternehmens, nicht nur in den USA, sondern auch in Europa und Deutschland. Zum einen sind sie eine willkommene Alternative zur Dividendenausschüttung, zum anderen lassen sich damit relativ schnell und einfach Verbesserungen des Gewinns pro Aktie erzielen. Und die internationalen Kapitalmärkte honorieren nun mal vor allem hohe Eigenkapitalrenditen. Damit Aktienrückkäufe zu einer erfolgreichen Geschäftsstrategie werden, gibt es verschiedene Punkte zu beachten: So müssen Zeitpunkt, Volumen und Methode vor der Durchführung genau abgewogen und definiert werden. Gleichzeitig warnen die Autoren aber auch vor einer negativen Signalwirkung der Aktienrückkäufe. So kann schnell der Eindruck entstehen, das Management habe keine bessere Verwendungsmöglichkeit für die vorhandene Liquidität. Eine gute Kommunikation über Sinn und Zweck der Maßnahmen sei dementsprechend für den Erfolg unerlässlich. Dass die Reduzierung des Eigenkapitals später in Zeiten knapper Liquidität die unschöne Konsequenz teurer Fremdkapitalaufnahme haben kann – wir spüren es täglich. (Red.)*

Grundsätzlich sollte nur dann in das operative Geschäft oder in Akquisitionen investiert werden, wenn die zu erwartende Rendite dieser Investitionen über dem Gesamtkapitalkostensatz des Unternehmens liegt. Nur in diesem Fall hat die Investition einen positiven Barwert (Net Present Value) und kann somit den Unternehmenswert steigern. Im Umkehrschluss sind die Teile der Liquidität, für die solche Investitionsmöglichkeiten nicht identifiziert werden können (Überschussliquidität), an die Aktionäre auszuschütten.

### Optimale Kapitalstruktur

Durch diese Vorgehensweise unterwirft sich das Management einer Finanzdisziplin, die zum Vorteil der Aktionäre die sogenannten Agency-Kosten reduziert. Dies sind Kosten, die dadurch entstehen, dass Bevollmächtigte (zum Beispiel Manager) eigene Interessen zulasten ihrer Vollmachtgeber (zum Beispiel Aktionäre) verfolgen. Darüber hinaus erhält der Aktionär durch die Ausschüttung Entscheidungsgewalt über die Überschussliquidität, die er dann im Rahmen seiner individuellen Anlagestrategie und seiner Risikopräferenz investieren kann.

Die Verwendung von Überschussliquidität ist sehr eng mit der Frage nach der optimalen Kapitalstruktur verknüpft. Das Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital (Debt-Equity Ratio) kann durch Aktienrückkäufe und Dividendenzahlungen signifikant verändert werden, entweder durch die Reduzierung von bereits vorhandenen Liquiditätsbeständen oder durch die zusätzliche

Aufnahme von Fremdkapital (Erhöhung des Financial Leverage). Die Kosten des Fremdkapitals sind wegen des niedrigeren Risikoprofils sowie der steuerlichen Abzugsfähigkeit geringer als die Eigenkapitalkosten. Folglich führt eine Erhöhung des Financial Leverage (Erhöhung des anteiligen Fremdkapitals) bis zu einem bestimmten Grad zu niedrigeren durchschnittlichen Kapitalkosten. Allerdings lassen sich die Kapitalkosten nicht unbegrenzt reduzieren. Mit steigendem Verschuldungsgrad steigt die Ausfallwahrscheinlichkeit, wodurch Eigen- und Fremdkapitalgeber eine höhere Risikoprämie fordern. Ab einem bestimmten Punkt (optimaler Verschuldungsgrad) überwiegt die risikobedingte Steigerung der Eigenkapitalkosten den kapitalkostenmindernden Effekt der Substitution durch Fremdkapital.

Eine Senkung der Kapitalkosten wirkt sich positiv auf den Unternehmenswert aus, da durch die geringeren Kapitalkosten gemäß dem in der Unternehmensbewertung häufig eingesetzten Discounted-Cash-Flow-Modell der Net Present Value des Unternehmens steigt, da die zukünftigen Cash-Flows mit einem niedrigeren Zinssatz abdiskontiert werden. Andererseits kann eine konservative Kapitalstruktur (geringer oder kein Financial Leverage) dann wichtig sein, wenn ein Unternehmen eine hohe finanzielle Flexibilität benötigt, um schnell und möglichst unabhängig von Kapitalmarkturbulenzen sich bietende Wachstumschancen nutzen zu können. Eine solide Eigenkapitalausstattung ist ein wichtiges Bonitätssiegel für Kunden, Kreditgeber und Ratingagenturen. Trotzdem werden Unternehmen zunehmend daran gemessen, ob sie auf Basis einer strategisch geeigneten Kapitalstruktur agieren.

### Methoden zur Ausschüttung von Überschussliquidität

Die Ausschüttung der Überschussliquidität kann als Dividende und/oder als Aktienrückkauf erfolgen. Während beide Alternativen in Bezug auf ihre Effekte substituierend wirken, gibt es einige Argumente, die unter anderem aus Liquiditätsüberlegungen heraus für jeweils eine der beiden Alternativen sprechen.

**Dividenden:** Die Signalwirkung einer Dividende ist sehr hoch. Das Management kann mit Hilfe dieses Instruments dem Kapitalmarkt günstige langfristige Ge-

schäftsaussichten effektiv kommunizieren. Allerdings ist es wegen dieser hohen Signalwirkung auch sehr schwierig, die Dividende bei negativer Geschäftsentwicklung nach unten zu verändern, ohne (gravierende) negative Auswirkungen auf den Aktienkurs zu riskieren. Viele Investoren bevorzugen einen stabilen Liquiditätszufluss in Form einer Dividende.

**Aktienrückkauf:** Hohe Flexibilität für den Aktionär, da er die Entscheidung, ob er am Aktienrückkauf teilnimmt, an seiner individuellen steuerlichen Situation, an seiner Bewertung des Unternehmens sowie an seinen Liquiditätsbedürfnissen ausrichten kann. Hohe Flexibilität für das ausschüttende Unternehmen, da der Aktienrückkauf zeitlich und volumenmäßig leichter an die finanzielle Entwicklung angepasst werden kann.

In einem theoretischen Umfeld vollständig effizienter Kapitalmärkte reduziert der Aktienrückkauf die Marktkapitalisierung genau um den Betrag der Aktienrückkäufe, da sich in einem vollständig effizienten Kapitalmarkt der Aktienkurs durch den Rückkauf nicht verändert, gleichzeitig aber die Anzahl der ausstehenden Aktien sinkt. Dieser Effekt ergibt sich allerdings nicht nur bei Aktienrückkäufen, sondern ebenso bei Dividendenzahlungen. Während die Dividendenzahlung direkt zu einem niedrigeren Aktienkurs führt (Dividendenabschlag am Zahlungstag der Dividende), ohne dass die Anzahl ausstehender Aktien verändert wird, führt der Aktienrückkauf zu einer niedrigeren Anzahl ausstehender Aktien (bei theoretisch identischem Aktienkurs).

In der realen Welt sind Kapitalmärkte aber nicht effizient, zum Beispiel wegen bestehender Informationsunterschiede zwischen Management und Aktionären. Andere Gründe für Ineffizienzen können unter anderem auch aus der Behavioural-Finance-Theorie abgeleitet werden (Berücksichtigung psychologischer Faktoren bei der Bildung von Anlageentscheidungen).

Es sind genau diese Ineffizienzen der Kapitalmärkte, die den Aktienrückkauf, entgegen der theoretischen Darstellung, durch positive Effekte auf die Kursentwicklung zu einem Wert schaffenden Instrument machen können. Eine durch Aktienrückkäufe ausgelöste positive Kursentwicklung kann durch eine Kombination von psycho-

logischen und fundamentalen Faktoren bedingt sein.

### Hohe Signalwirkung

Aktienrückkäufe können erhebliche Signaleffekte beinhalten, die ihre Wirkung in der Wahrnehmung durch die Marktteilnehmer und daraus abgeleitete Verhaltensweisen entfalten können: Einige Marktteilnehmer sehen Aktienrückkäufe als Ausdruck des hohen Vertrauens des Managements in die Fähigkeit des Unternehmens, auch zukünftig hohe Cash-Flows zu generieren. Der Aktienrückkauf kann auch als Signal interpretiert werden, dass das Management mit der Kursentwicklung unzufrieden ist und den eigentlichen Wert der Aktie höher einstuft. Wenn die Investoren dieser Sichtweise folgen, kann dadurch eine erhöhte Nachfrage nach der Aktie entstehen. Aktienrückkäufe sind auch Ausdruck einer aktionärsorientierten, stetigen und strikten Finanzdisziplin des Managements (siehe auch Reduzierung der Agency-Kosten), die häufig von Investoren honoriert wird.

Es kann jedoch auch zu einer negativen Signalwirkung des Aktienrückkaufs kommen und zwar dann, wenn das Management keine klare und konsistente Begründung für den Rückkauf kommuniziert. Bei Investoren könnte dann der Eindruck entstehen, dass das Unternehmen nur über unzureichende wertschaffende Investitionsmöglichkeiten verfügt und dass dadurch das Wachstumspotenzial eingeschränkt ist. Um einer solchen möglichen negativen Signalwirkung entgegenzutreten, sollte bei der Kommunikation betont werden, dass gerade die mit Hilfe der Aktienrückkäufe reduzierte Kapitalkostenbasis durch die dann niedrigere Renditehürde zusätzliche Investitions- und damit Wachstumspotenziale eröffnet. Darüber hinaus sollte deutlich gemacht werden, dass die für den Aktienrückkauf genutzte Überschussliquidität ein Ergebnis der bereits vereinnahmten sowie der künftig zu erwartenden starken operativen Cash-Flows ist. Vorhandene Investitionsmöglichkeiten können somit aus dem starken Cash-Flow heraus finanziert werden.

Auf der anderen Seite kann der Aktienrückkauf auch über fundamentale Faktoren positiv auf die Aktienkursentwicklung wirken: Durch Aktienrückkäufe kann die Bilanzstruktur des Unternehmens verändert werden, wobei sich durch eine

Erhöhung des Financial Leverage die Kapitalkosten des Unternehmens bis zu einem bestimmten Grad reduzieren lassen. Eine solche Optimierung der Kapitalstruktur wird vom Kapitalmarkt positiv gesehen, insbesondere dann, wenn die vor dem Aktienrückkauf gegebene Kapitalstruktur nicht den Erwartungen der (potenziellen) Aktionäre entsprach. Bei einem Aktienrückkauf aus Überschussliquidität tritt eine Bilanzstrukturänderung nur dann ein, wenn vor dem Rückkauf bereits ein Fremdkapitalanteil bestand. Bei einem Abbau von Überschussliquidität bleibt die Struktur der Passivseite eines rein eigenkapital-finanzierten Unternehmens unverändert.

Eine weitere fundamentale Verbesserung ergibt sich beim Ergebnis je Aktie, da sich die Kennzahl durch die verringerte Anzahl ausstehender Aktien bei gleichem Ergebnis verbessert. Einschränkend muss jedoch erwähnt werden, dass dieser Effekt bei Unternehmen mit einem hohen Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) überschaubar ist (siehe Abbildung).

Die Strategie eines Aktienrückkaufs muss die Entscheidung über bestimmte Parameter des Rückkaufs (beispielsweise Volumen, zeitliche Verteilung, Durchführungsmethode) sowie die Festlegung einer geeigneten

Kommunikation in Richtung Kapitalmarkt beinhalten. Zunächst ist das für den Aktienrückkauf zur Verfügung stehende Liquiditätsvolumen festzulegen. In einem ersten Schritt ist die vorhandene Überschussliquidität zu ermitteln (statischer Ansatz). Diese ergibt sich aus der Gesamtliquidität abzüglich der strategischen und der operativen Mindestliquidität. Die strategische Liquidität kann als der Mindestbetrag definiert werden, der langfristig notwendig ist, um die potenziellen strategischen Wachstumsmöglichkeiten jederzeit wahrnehmen zu können. Die operative Liquidität stellt die kurzfristige Zahlungsbereitschaft im Rahmen der laufenden Geschäftstätigkeit sicher. Die so berechnete Überschussliquidität kann durch zusätzliche Fremdmittelaufnahme weiter erhöht werden.

### Bestimmung des Rückkaufvolumens

In einem zweiten Schritt kann das verfügbare Rückkaufvolumen weiter erhöht werden, wenn aus der Unternehmensplanung bereits heute mit einer ausreichend hohen Wahrscheinlichkeit Free Cash-Flows (Free Cash-Flow = Operativer Cash-Flow abzüglich Capital Expenditure) zu einem Anstieg der künftigen Überschussliquidität führen (dynamischer Ansatz). Hierfür werden beispielsweise von dem für das nächste

Geschäftsjahr geplanten Free-Cash-Flow die Planvolumina für Akquisitionen abgezogen. Zusätzlich werden die geplanten Dividendenzahlungen von der Free-Cash-Flow-Basis subtrahiert. Das verbleibende Restvolumen ist grundsätzlich für den Aktienrückkauf verfügbar. Da diese Berechnung auf Planzahlen basiert, erscheint es angebracht, einen Liquiditätspuffer zu berücksichtigen.

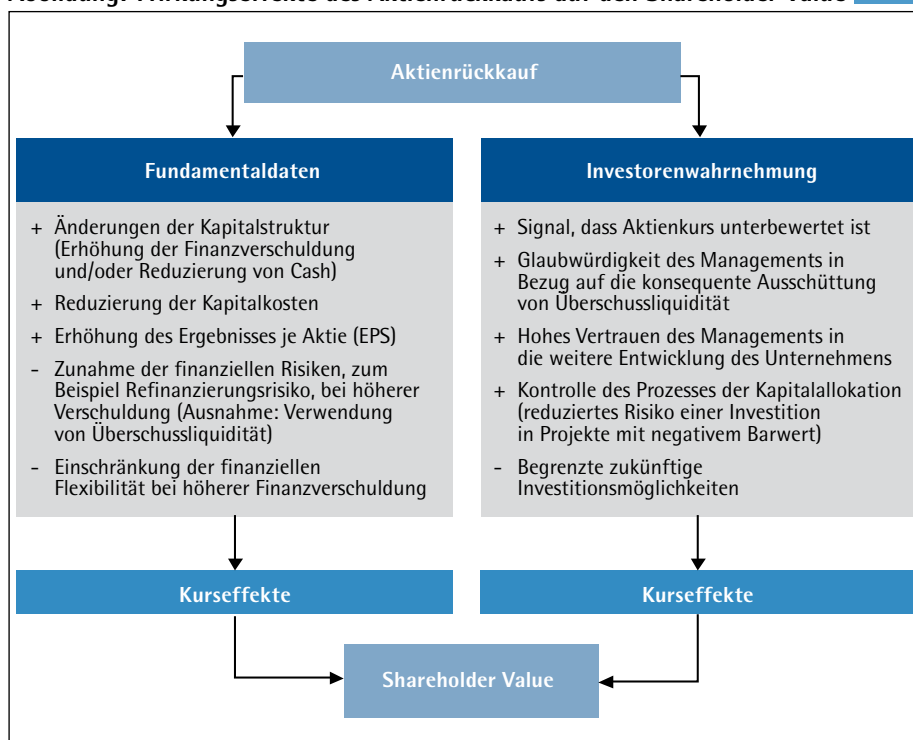
Nach Klärung der verfügbaren Rückkaufvolumina schließt sich die Überlegung nach einer geeigneten Durchführungsmethode an. Grundsätzlich gibt es für den Aktienrückkauf eine Reihe unterschiedlicher Methoden: Rückkäufe über den Markt, Angebote an alle Aktionäre zu einem definierten Kurs (Fixed-Price Tender Offer), Accelerated Share Buyback oder derivative Strategien. Im Folgenden werden Rückkäufe über den Markt sowie der Accelerated Share Buyback näher beleuchtet.

### Rückkäufe über den Markt

Bei Rückkäufen über den Markt platziert das Unternehmen bei einer oder mehreren Banken individuelle Kauforders (diskretionärer Rückkauf). Die Banken kaufen Aktien des Unternehmens nach diesen definierten Vorgaben über den Markt zurück. Diese Methode bietet dem Unternehmen die größtmögliche Flexibilität, sendet aber wegen der „Unauffälligkeit“ dieser einzelnen Transaktionen nur schwache Signale an den Kapitalmarkt. Diese Art des Rückkaufs führt zu einem schrittweisen EPS-Effekt, da sich die Anzahl ausstehender Aktien nur nach und nach mit jeder einzelnen Kauftransaktion reduziert.

Als Alternative zur Vergabe einzelner Kauforders an die Banken kann auch der systematische Rückkauf eingesetzt werden. Hierbei erhält eine oder mehrere Banken den Auftrag, ein definiertes Rückkaufvolumen über eine bestimmte Zeitspanne hinweg „abzuarbeiten“. Bei dieser Art des Rückkaufs wird die Entscheidung über den individuellen Zeitpunkt der Rückkäufe auf die Bank verlagert, wodurch rechtliche Risiken im Zusammenhang mit Insider-Geschäften erheblich reduziert werden können. Der durchschnittlich abzurechnende Kurs bei dieser Art von Aufträgen an die Bank basiert häufig auf dem sogenannten VWAP (Volume Weighted Average Price) der Aktie über diesen definierten Zeitraum.

Abbildung: Wirkungseffekte des Aktienrückkaufs auf den Shareholder Value



Das Unternehmen muss vor der Entscheidung für eine geeignete Durchführungsmethode seine individuelle Präferenz bezüglich der Flexibilität und der rechtlichen Risiken festlegen. Das beschriebene diskretionäre Vorgehen, also die Vergabe einzelner Kauforders an Banken, führt zu einer hohen Flexibilität, während der systematische Ansatz wegen der Auslagerung der Entscheidung über konkrete Kaufzeitpunkte eine höhere rechtliche Sicherheit (Insiderhandel) bietet.

Natürlich verliert das Unternehmen beim systematischen Ansatz an Einfluss bezüg-

lich der individuellen zeitlichen Staffelung der Aktienrückkäufe beispielsweise in Abhängigkeit der erzielbaren Rückkaufkurse. Dazu ist Folgendes zu bemerken: Entscheidungsprozesse, die die zeitliche Verteilung von Rückkäufen direkt mit einer wahrgenommenen Unterbewertung der Aktie verknüpfen, sind in Bezug auf mögliche Vorwürfe des Insiderhandels rechtlich problematisch. In Bezug auf eine mögliche Unterbewertung besteht die Problematik, dass der faire Wert der Aktie nicht ohne die Wahl bestimmter Annahmen zu definieren ist. Man könnte durchaus argumentieren, dass der aktuelle Marktpreis als

bester Schätzer für den heutigen fairen Wert anzusehen ist.

Aktive Strategien, also der diskretionäre Rückkauf je nach eigener Einschätzung der weiteren Kursentwicklung, können zwar kurzfristig bessere Ergebnisse erzielen als passive Strategien (Rückkauf von Aktien ohne Berücksichtigung des Rückkaufkurses), aber im mittel- bis langfristigen Vergleich führen passive Ansätze in der Regel zum gleichen Ergebnis.

Schließlich kann man auch die Meinung vertreten, dass nicht die Vorhersage des

## Einladung zur Hauptversammlung

Wir laden unsere Aktionäre ein zu unserer ordentlichen Hauptversammlung am

**Donnerstag, den 28. August 2008, 10.00 Uhr,**  
in 40474 Düsseldorf, CCD, Stadthalle,  
Congress-Center Düsseldorf, Rotterdamer Straße.

### Tagesordnung

1. Vorlage des festgestellten Jahresabschlusses und des Lageberichts, des gebilligten Konzernabschlusses und des Konzernlageberichts für das Geschäftsjahr 2007/08 (inklusive der Berichte des Vorstands zu den Angaben gemäß §§ 289 Abs. 4, 315 Abs. 4 HGB) sowie des Berichts des Aufsichtsrats
2. Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Vorstands
3. Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Aufsichtsrats
4. Wahl des Abschlussprüfers
5. Beschlussfassung über eine Änderung der Satzung in § 8 Abs. 1
6. Wahlen zum Aufsichtsrat
7. Ermächtigung zum Erwerb eigener Aktien zum Zweck des Wertpapierhandels gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 7 AktG
8. Ermächtigung zum Erwerb und zur Verwendung eigener Aktien gemäß § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG mit Ausschluss des Bezugsrechts
9. Ermächtigung zum Einsatz von Derivaten im Rahmen des Erwerbs eigener Aktien nach § 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG
10. Ermächtigung zur Ausgabe von Wandel- und/oder Optionsschuldverschreibungen und bedingte Kapitalerhöhung mit Ausschluss des Bezugsrechts sowie Aufhebung der derzeit bestehenden Restermächtigung zur Ausgabe von Wandel- und/oder Optionsschuldverschreibungen sowie des dazugehörigen bedingten Kapitals mit entsprechender Satzungsänderung
11. Genehmigtes Kapital mit Ermächtigung zum Bezugsrechtsausschluss

Die Einladung zur diesjährigen Hauptversammlung einschließlich der Tagesordnung mit dem Wortlaut der Beschlussvorschläge der Verwaltung zu den einzelnen Tagesordnungspunkten und den Berichten des Vorstands zu den Tagesordnungspunkten 8, 10 und 11 ist am 21. Juli 2008 im elektronischen Bundesanzeiger im Volltext bekannt gemacht worden. Einzelheiten zur Tagesordnung und zur Teilnahme an der Hauptversammlung bitten wir dieser Bekanntmachung zu entnehmen.

Die vollständige Einberufung der Hauptversammlung ist bei der

IKB Deutsche Industriebank AG  
c/o Haubrok Corporate Events GmbH  
Landshuter Allee 10  
D – 80637 München  
Telefax: +49 (0)89/210 27 289  
E-Mail: meldedaten@haubrok-ce.de

kostenfrei erhältlich und wird den depotführenden Instituten innerhalb der gesetzlichen Fristen zur Weiterleitung an die Aktionäre zur Verfügung gestellt.

### Gesamtzahl der Aktien und Stimmrechte

Die Gesamtzahl der Aktien im Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung beträgt 96.794.661 Aktien. Die Gesamtzahl der Stimmrechte, die im Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung ausgeübt werden können, beträgt 96.794.661 Stimmen.

### Teilnahme an der Hauptversammlung

Zur Teilnahme an der Hauptversammlung und zur Ausübung des Stimmrechts sind nur diejenigen Aktionäre berechtigt, die sich spätestens bis zum Ablauf des 21. August 2008 (24.00 Uhr MESZ) unter der in der Einberufung angegebenen Adresse bei der Gesellschaft angemeldet und ihr gegenüber unter dieser Adresse den vom depotführenden Institut erstellten Nachweis erbracht haben, dass sie zum Beginn des 7. August 2008 (00.00 Uhr MESZ) Aktionär der Gesellschaft waren.

Düsseldorf, im Juli 2008

IKB Deutsche Industriebank Aktiengesellschaft

Der Vorstand

**IKB**   
Deutsche Industriebank



eigenen Aktienkurses, sondern die Weiterentwicklung und Wertsteigerung des operativen Geschäfts sowie die transparente Kommunikation der künftigen Potenziale des Unternehmens die Hauptaufgabe des Managements darstellen.

### Accelerated Share Buyback

Während der letzten Jahre hat die Rückkaufmethode des Accelerated Share Buyback stark an Bedeutung gewonnen. Hierbei kauft ein Unternehmen von einer Investmentbank eine definierte Anzahl eigener Aktien bereits zu Beginn einer Transaktion zurück. Mit dieser Methode wird eine sofortige Reduzierung der Anzahl ausstehender Aktien und somit ein unmittelbarer Effekt auf die EPS erzielt, der mit anderen Varianten sonst nur schrittweise erfolgt. Gleichzeitig wird vertraglich vereinbart, dass das Unternehmen der Investmentbank den durchschnittlichen Kaufpreis vergütet, den die Bank über einen bestimmten Zeitraum (meist zwischen sechs und neun Monaten) zum Rückkauf der bereits abgegebenen Aktien erzielt. IBM hat diese Methode im Mai 2007 erfolgreich eingesetzt, wobei zirka acht Prozent der ausstehenden Aktien in einem Volumen von 12,5 Milliarden US-Dollar über eine niederländische Tochtergesellschaft zurückgekauft wurden.

Die zurückgekauften eigenen Aktien werden als negativer Ausgleichsposten im Eigenkapital erfasst (Treasury Stock). Mit zunehmender Größe des Treasury Stock stellt sich die Frage nach der mittel- bis langfristigen Verwendung der eigenen Aktien.

In Deutschland ist der Aktienrückkauf gemäß § 71 Aktiengesetz auf zehn Prozent des Grundkapitals begrenzt. Der Erwerb kann zu verschiedenen Zwecken erfolgen, zum Beispiel für den im Gesetzestext ausdrücklich genannten Einzug der eigenen

Aktien (Kapitalherabsetzung). In einer jeweils für 18 Monate gültigen Hauptversammlungsermächtigung kann sich das Unternehmen den Aktienrückkauf von seinen Anteilseignern genehmigen lassen. Diese gesetzlich vorgegebene kurze Befristung der Ermächtigung hat in der Praxis zur Konsequenz, dass die Aktionäre jedes Jahr erneut einen Beschluss über den Aktienrückkauf fassen müssen, auch wenn sich inhaltlich nichts ändern sollte.

Aufgrund der Richtlinie zur Änderung der Kapitalrichtlinie vom 6. September 2006 (2006/68/EG) ist es den EU-Mitgliedstaaten nun jedoch freigestellt, durch Anpassung der nationalen gesetzlichen Regelungen die Geltungsdauer der Aktienrückkauf-ermächtigung auf bis zu fünf Jahre auszuweiten. Von dieser Möglichkeit sollte der nationale Gesetzgeber sowohl im Interesse der Aktionäre als auch der Unternehmen unbedingt Gebrauch machen, um unnötigen administrativen Aufwand zu vermeiden.

### Steuerung des Treasury Stock

Das einfache „Halten“ der eigenen Aktien im Treasury Stock kann sinnvoll sein, wenn diese für die Bedienung von Mitarbeiteroptionsprogrammen benötigt werden. Sie können auch eine strategische Reserve für mögliche Akquisitionen bilden. Andererseits kann die zunehmende Anhäufung eigener Aktien zur Überschreitung bestimmter Meldegrenzen führen. Eine solche Überschreitung bestimmter Grenzwerte (zum Beispiel fünf Prozent der ausstehenden Aktien) kann zu Veränderungen in der Gewichtung der Aktie in bestimmten Indizes führen, wenn diese eigenen Aktien dann nicht mehr in die Berechnung der Free Float Marktkapitalisierung einfließen.

Daher ist es wichtig, dass das Unternehmen eine geeignete Größenordnung für den Treasury Stock definiert. Ist diese Definition erfolgt, kann daraus abgeleitet werden, wann eigene Aktien eingezogen werden müssen, um den Bestand wieder auf die definierte Größe zurückzuführen. Alternativ kann auch eine Bandbreite für den Treasury Stock definiert werden. Die Festlegung und Kommunikation der Strategie in Bezug auf die zurückgekauften Aktien dient dem Gesamtverständnis der Marktteilnehmer für die Rückkaufaktivitäten des Unternehmens und ist daher enorm wichtig.

Die Festlegung einer passenden Kommunikationsstrategie ist integraler Bestandteil eines strategischen Ansatzes für den Aktienrückkauf. Die grundlegende Motivation des Aktienrückkaufs muss dem Kapitalmarkt vermittelt werden. Nur so können die möglichen positiven Effekte des Rückkaufs optimal erreicht werden. Die Kommunikation kann zum einen im Rahmen der Ankündigung eines offiziellen Aktienrückkaufprogramms erfolgen. Hierdurch wird eine größtmögliche Transparenz erzeugt, wodurch auch mögliche rechtliche Risiken (Insiderhandel) minimiert werden. Ein offizielles Programm engt das Unternehmen in seinem Handlungsspielraum jedoch ein, sowohl beim Rückkaufvolumen als auch beim Zeitpunkt des Rückkaufs.

### Richtige Kommunikation

Als Alternative zu einer offiziellen Programmankündigung kann die Kommunikation auch über den jährlichen Ausblick des Unternehmens erfolgen, beispielsweise im Rahmen von Analystenkonferenzen. Aussagen, die das geplante Rückkaufvolumen an die Entwicklung des Free Cash-Flow knüpfen, bieten dem Unternehmen bei veränderter Geschäftsentwicklung dann eine gewisse Flexibilität, den Aktienrückkauf gemäß der veränderten Umfeldbedingungen anzupassen.

Ähnlich wie bei der Entscheidung über die richtige Durchführungsmethode gibt es bei der Kommunikationsstrategie zwei gegensätzliche Stoßrichtungen. Zum einen die Richtung einer hohen Transparenz über eine offizielle Programmankündigung (rechtliche Sicherheit) oder die Richtung einer hohen Flexibilität über weniger stark fixierte Kapitalmarktinformationen (Handlungsfreiheit in Bezug auf Volumen und Kaufzeitpunkte). Zur Vervollständigung der Kommunikationsstrategie sollte auch eine Aussage zur Verwendung der zurückgekauften Aktien erfolgen.

Zusammenfassend kann man feststellen, dass zur Festlegung einer optimalen Aktienrückkaufstrategie die Definition und Abstimmung der genannten Parameter im Einklang mit einer geeigneten Kommunikation an den Kapitalmarkt stehen muss. Nur durch eine in sich konsistente Strategie, die vom Kapitalmarkt verstanden wird, lassen sich die möglichen positiven Effekte von Aktienrückkaufaktivitäten auch tatsächlich realisieren.

**Kennen Sie unsere  
Fachbücher?**

**Unser Verlagsprogramm  
liegt für Sie bereit!**

**Fritz Knapp Verlag | Frankfurt am Main  
Fax 069/7078400**