

Ein Sahnehäubchen auf den deutschen Shareholder Value

von Karlheinz Küting und Peter Lorson

Das Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich (KonTraG) wird im Mai in Kraft treten. Hierin sind Regelungen vorgesehen, die das bisherige restriktive Recht des Aktienrückkaufs lockern. Das Augenmerk ist insbesondere auf die neue Nr. 8 des § 71 Abs. 1 AktG zu richten. Demnach kann sich die Unternehmensleitung ohne Angabe einer Zweckbestimmung von der Hauptversammlung ermächtigen lassen, Aktien zurückzukaufen. Die Generalvollmacht zum Kauf gilt für längstens 18 Monate. Binnen dieser Frist kann die Unternehmensleitung zu jedem Zeitpunkt eigene Aktien erwerben. Sie muß nur den beschlossenen Wertkorridor (höchster und niedrigster Kaufkurs der Aktien) und das gesetzliche Limit von maximal 10% des gezeichneten Kapitals einhalten. Auch darf der Rückkauf nicht in den Dienst des Handels in eigenen Aktien gestellt werden, wohl aber zum Zweck der kurzfristigen Kurspflege erfolgen. Die Länge der Zeitspanne, bis die Anteile unter Umständen wiederveräußert werden sollen, ist ins Belieben der Unternehmen(sleitungen) gestellt. Wird also die Unternehmensleitung ermächtigt, eigene Aktien ohne feste Zweckbestimmung zu erwerben, darf beispielsweise irgendwann innerhalb der nächsten 18 Monate eine vorläufige "Kapitalherabsetzung" vorgenommen werden, die dann früher oder später entweder für endgültig erklärt oder rückgängig gemacht werden kann.

Man muß kein Prophet sein, um vorhersagen zu können, daß die ersten Unternehmen noch im zweiten Quartal 1998 von der Neuregelung Gebrauch machen werden. Nach einer Umfrage können sich das 32 der 100 größten deutschen Aktiengesellschaften vorstellen. 15 sollen bereits konkrete Pläne in der Schublade haben: Bankgesellschaft Berlin, BASF, Bayer, Bekula, BHW Holding, ERGO, Felten & Guillaume, Hannover Rück, Henkel, Herlitz, Metallgesellschaft, Puma, SKW Trostberg, Thyssen, Vossloh. Vergleichbar stellt sich die Situation bei den 70 MDAX-Unternehmen dar: Elf schmieden bereits Pläne, und weitere 32 sind nicht abgeneigt.

Das KonTraG kann deshalb zu einem zugkräftigen Konjunkturprogramm für die deutschen Börsenplätze zum Wohle der Shareholder werden, weil die Zahl der Aktieninteressenten um eine neue kaufkräftige Gruppe erweitert wird: die Unternehmen selbst. Die Macher des Gesetzes werden ihr Ziel, den deutschen Kapitalmarkt attraktiver zu gestalten, zweifelsfrei erreichen: Durch einen Aktienrückkauf wird das Angebot – zumindest zeitweise – knapper, und damit ist die Basis für Kurssteigerungen gelegt. Zugleich wird der Instrumentenkasten der Unternehmensfinanzierung flexibler.

Durch den Erwerb eigener Anteile drehen Aktiengesellschaften parallel an mehreren Stellschrauben des Börsenwertes ihres Unternehmens. Sie lösen Erwartungen auf Kurssteigerungen aus und nehmen – unter Umständen massiv – Einfluß auf zentrale Kennzahlen, die die institutionellen Anleger ihren Kaufentscheidungen und die Finanzanalysten ihren Kaufempfehlungen zugrunde legen: DVFA-Ergebnis bzw. Earnings-per-share oder Kurs-Gewinn-Verhältnis bzw. Preis-Earnings-Ratio.

Ein Beispiel soll veranschaulichen, in welchem beachtlichem Ausmaß durch den Rückkauf eigener Anteile Einfluß auf zentrale Kennzahlen des Jahresabschlusses und – so das Signal – auf die Erwartungen zum zukünftigen Shareholder Value genommen werden kann. Hierzu wird angenommen, daß der Rückerwerb über die Börse unter der Auflage erfolgt, daß zur Wiederveräußerung ein gesonderter Beschluß der Hauptversammlung erforderlich ist (§ 71 Abs. 1 Nr. 8 AktG). Verkürzt man – wie vielfach praktiziert – den Shareholder Value-Gedanken auf die Kurzformel "Maximierung der Eigenkapitalrendite", dann signalisiert das Ansteigen der Eigenkapitalrendite (über 50% im Beispiel) eine Steigerung des Shareholder Value, ohne daß sich die wirtschaftliche Situation des Unternehmens geändert hat. Welch ein verlockender Schachzug im Wettbewerb um die höchsten Shareholder Value-Kennzahlen!

Bilanz vor Erwerb eigener Aktien gemäß § 71 Abs. 8 AktG			
Anlagevermögen	300.000	Gezeichnetes Kapital	100.000 ¹⁾
		Kapitalrücklage	10.000
Umlaufvermögen	200.000	Gewinnrücklage	80.000
		Jahresüberschuß	<u>10.000</u>
		Eigenkapital	200.000
		Fremdkapital	300.000
Summe Aktiva	500.000	Summe Passiva	200.000 500.000

¹⁾ 20.000 Aktien à 5 DM Nennwert

Bilanz nach Erwerb eigener Aktien gemäß § 71 Abs. 8 AktG			
Anlagevermögen	300.000	bisheriges	
		Gezeichnetes Kapital	100.000
		./. eigene Aktien	<u>-10.000 ¹⁾</u>
		Gezeichnetes Kapital	90.000
Umlaufvermögen	130.000	Kapitalrücklage	10.000
		Gewinnrücklage	20.000 ²⁾
		Jahresüberschuß	<u>10.000</u>
		Eigenkapital	130.000
		Fremdkapital	300.000
Summe Aktiva	430.000	Summe Passiva	430.000

¹⁾ 2.000 Aktien à 5 DM Nennwert
²⁾ Verminderung um Gegenwert von 2.000 Aktien à 30 DM Mehrpreis (über Nennwert)

Kennzahlen zum Jahresabschluß	vorher	nachher
Eigenkapitalquote (= Eigenkapital/Bilanzsumme)	40%	30,23%
Anlageintensität (=Anlagevermögen/Bilanzsumme)	60%	69,77%
Eigenkapitalrendite (=Jahresüberschuß/Eigenkapital)	5%	7,69%
Verschuldungsgrad (=Fremdkapital/Eigenkapital)	150%	230,77%

Erwerb eigener Aktien und Shareholder Value

Unternehmensführung nach dem Shareholder Value-Prinzip bedeutet, dem Anteilseigner eines Unternehmens langfristig eine Mindestverzinsung zuzusichern. Dahinter steht die Vorstellung, daß alle anderen Gruppen, die mit einem Unternehmen wirtschaftlich verbunden sind, feste vertragliche Ansprüche an das Unternehmen haben: Löhne und Gehälter (Arbeitnehmer), Zinsen und Tilgung von Fremdkapital (Fremdkapitalgeber), Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen (Lieferanten), Steuern (Staat) usw. Den Eigentümern (Aktionären) des Unternehmens steht hingegen lediglich der in seiner Höhe variierende Rest zu. Dieser Rest ist für die Eigentümer aber nur dann akzeptabel, wenn er mindestens das mit der Unternehmensbeteiligung verbundene Risiko – zum Beispiel des Kapitalverlusts – abdeckt.

Welche Konsequenzen ergeben sich für die Unternehmensleitung: Sie darf ausschließlich Investitionen befürworten, die mindestens die "angemessene" Rendite "garantieren". Altengagements, die niedrigere Renditen abwerfen,

sind aufzugeben; das bezeichnet man als "Schließen von Wertlücken". Neuengagements unterhalb der Mindestverzinsung sind unzulässig; das würde "Wertvernichtung" nach sich ziehen. Existieren ausschließlich Investitionsalternativen unterhalb der Mindestverzinsung, verfügt das Unternehmen – nach der reinen Shareholder Value-Lehre – über überschüssige Liquidität. Sie ist an die Anteilseigner direkt auszuschütten. Erfolgt dies durch Erwerb eigener Aktien, können die Aktionäre – im Gegensatz zu einer der Ausschüttung nach dem Gießkannenprinzip via Dividende – nicht nur individuell entscheiden, ob sie das Angebot annehmen wollen; sie stellen sich auch steuerlich besser!

Das neue Recht zum (Rück)Erwerb eigener Anteile bringt hier mehr Flexibilität in die Unternehmensfinanzierung. Überschüssige Liquidität wird durch Erwerb eigener Anteile ausgeschüttet. Diese "Kapitalherabsetzung" kann später bei erhöhtem Kapitalbedarf für renditeträchtige Projekte relativ unkompliziert und kostengünstig rückgängig gemacht werden.

Zur Umsetzung des Shareholder Value-Gedankens gehört der Versuch, eine Übereinstimmung der Ziele des (Top-)Managements mit den Zielen der Anteilseigner herzustellen. Das nennt man "Bewältigung der Prinzipal-Agent-Problematik". Es geht schlicht darum, daß die Manager (Agenten) die Folgen ihrer Entscheidungen so im eigenen Geldbeutel spüren wie die Aktionäre (Prinzipale). Pikanterweise entscheiden die Manager selbst über das WIE! Sie lassen sich als Agenten zunehmend über Aktien bzw. über Wertpapiere entlohnen, die später in Aktien getauscht werden können (Aktienoptionen oder Wandelschuldverschreibungen).

Damit (später) die Aktien für das Management zur Verfügung stehen, müssen entweder eigene Anteile vom Unternehmen über die Börse erworben werden oder es ist eine bedingte Kapitalerhöhung vorzunehmen. Im letzteren Fall werden neue Aktien gedruckt. Diese werden in aller Regel nur an die Manager ausgegeben. Man spricht hier vom "Ausschluß des Bezugsrechts der Altaktionäre" – natürlich muß die Hauptversammlung dem zustimmen. Die Erhöhung der Zahl umlaufender Aktien bewirkt dann nachgebende Kurse und damit eine Abnahme des Gesamtvermögens der Altaktionäre. Diese "Kursverwässerung" kann durch eine zu einem späteren Zeitpunkt betriebene Kurspflege via Aktienrückkauf unter Umständen wieder gutgemacht werden.

Im Rahmen des Shareholder Value-Konzepts kommt der Kapitalstruktur, das heißt einem gesunden Verhältnis von eigenem zu geliehenem Kapital, eine besondere Bedeutung zu. Was das angeht, kann das Instrument des Aktienrückkaufs benutzt werden, um die Kapitalstruktur zu verbessern: Wird

ein Kredit aufgenommen, um den Rückkauf eigener Aktien zu bezahlen, wird teureres Eigenkapital durch billigeres Fremdkapital ersetzt. Weil die eigenen Aktien keine Dividenden erhalten dürfen, steigt der Periodenerfolg bezogen auf die Zahl der Aktien zunächst an. Andererseits nimmt der Periodenerfolg ab, weil nun Zinsen für das Fremdkapital gezahlt werden müssen. Diese sind allerdings steuerlich absetzbar, so daß die Shareholder meist auch durch dieses Manöver besser gestellt werden.

Was ist von dem neuen Recht zu halten?

Die Neuregelung des Rechts zum Erwerb eigener Anteile durch Aktiengesellschaften ist eine Sahnehäubchen auf die Palette der verfügbaren Shareholder Value-Instrumente. Deutsche Unternehmen haben in diesem Punkt nun ähnliche – wenn auch immer noch nicht so weitreichende – Möglichkeiten, den Marktwert bzw. den Börsenkurswert zu beeinflussen, wie beispielsweise US-amerikanische Firmen.

Auch scheinen die heiligsten Kühe des deutschen Bilanzrechts (Gläubigerschutzprinzip und Aktionärsschutz) durch die Neuregelung nicht verletzt zu werden. Massive Stimmrechtsverschiebungen sind nicht zu erwarten. Die Aktionäre müssen nicht nur gefragt werden, sie müssen auch zustimmen. Sie können zudem noch – theoretisch gleichberechtigt – sowohl beim Rückkauf als auch beim Wiederverkauf profitieren. Und indem der Erwerb eigener Anteile voraussetzt, daß er – hypothetisch – aus frei verfügbaren Mitteln erfolgen könnte, scheinen auch die Gläubiger geschützt zu sein.

Letztlich bergen naturgemäß insbesondere solche neuen Instrumente, die die Spielräume der Unternehmensleitungen vergrößern, immer Risiken in sich. Welcher Mißbrauch dieser Freiheiten möglich ist, bleibt abzuwarten. Insofern sind wir in Deutschland von "amerikanischen Verhältnissen" weit entfernt. Hierzulande werden Änderungen der Gesetze zum Jahresabschluß "am grünen Tisch" gemacht, dann dürfen die Unternehmen sie ausprobieren. In den USA werden neue Normen zunächst intensiv diskutiert. Der "Praxistest" verläuft dann meist ohne größere Überraschungen. Es bleibt zu hoffen, daß uns das erst kürzlich gegründete Rechnungslegungsgremium diese amerikanischen Verhältnisse beschermen wird.