

Put-Optionen-Programme steigern Shareholder Value

Wenn ein Unternehmen eigene Aktien zurückkaufen will, stehen ihm verschiedene Methoden zur Verfügung. Schweizer Gesellschaften haben sich bisher meistens für die sogenannte «Zweite Linie» entschieden. Als Alternative bietet sich aber je länger je mehr die Ausgabe von Put-Optionen an – eine Methode, die sich vor allem aus Gründen der Gleichbehandlung der Aktionäre weiter durchsetzen wird.

*Von Markus Eberle und Dr. Andreas Walther
Mitglieder der Geschäftsleitung
OZ Bankers AG*

Aktienrückkäufe gehören mittlerweile auch in der Schweizer Unternehmenswelt zum «Courant normal». Besonders grosse und traditionsreiche Gesellschaften verfügen oft über zuviel Eigenkapital, sind damit gleichsam übertensiert und erzielen dadurch eine zu tiefe Eigenkapitalrendite. Mit Aktienrückkäufen geben sie



Markus Eberle

einen Teil des Kapitals den Aktionären zurück, die anderweitig darüber verfügen können.

Die Tatsache, dass Aktienrückkäufe in den letzten Jahren deutlich zugenommen haben, hängt zum einen mit den verbesserten operativen und vor allem finanziellen Reinergebnissen der Unternehmen zusammen. Zum anderen belegen sie aber auch eindrücklich, dass sich die Aktionäre – lange als «Quantité négligeable» nicht richtig ernst genommen – mittlerweile auch hierzulande zu einer ernstzunehmenden und ernstgenommenen Anspruchsgruppe gemauert haben.

Verschiedene Verfahren zur Kapitalrückzahlung

Ein Unternehmen kann aus einem ganzen Strauss verschiedener mehr oder weniger ausgefeilter Methoden wählen, um den Aktionären einen Teil ihres Kapitals zurückzugeben. Ist der Weg der Nennwertreduktion ausgeschöpft oder aus anderen Gründen ausgeschlossen, kann eine überkapitalisierte Gesellschaft eigene Aktien zurückkaufen und anschliessend vernichten. Die Aktionäre verkaufen in diesem Fall einen Teil ihres Titelbestands an die eigene Gesellschaft, ohne dabei ihren Anteil am Unternehmen ganz aufgeben zu müssen.

Hat sich ein Unternehmen entschieden, Aktien zurückzukaufen, stehen ihm wiederum verschiedene Verfahren zur Verfügung. Die am weitesten verbreitete Methode ist dabei die sogenannte Zweite Linie. Bei einer Zweiten Linie werden die zurückzukaufenden Aktien als neue Valoren auf einer zweiten Handelslinie kotiert, während auf der Ersten Linie der Handel des betreffenden Titels zwischen Dritten weiterläuft. Auf der Zweiten Linie tritt die Gesellschaft als einzige Käuferin auf, wobei der Rückkauf-



Dr. Andreas Walther

preis dem Handel auf der Ersten Linie folgt. Die Zeitdauer für die Zweite Linie wird in der Regel auf vier bis sechs Monate, oft aber auch länger, fixiert.

Gestaffeltes Cash-Management ...

Schwergewichte der Schweizer Börse wie Novartis, UBS, CS Group und ABB, aber auch kleinere Unternehmen, haben in jüngster Zeit Aktien über eine Zweite Linie zurückgekauft. Dies erlaubte ihnen ein gestaffeltes Cash-Management: Die Aktien werden zu den jeweiligen Marktpreisen zurückgenommen, und Käufer und Verkäufer verfügen über mehr Spielraum, um individuell Zeitpunkt und Preis zu optimieren.

Dieses Vorgehen kann sich aber auch negativ auf das Ergebnis auswirken. Wegen dem fehlenden Zeitdruck werden möglicherweise weniger Aktien angeboten, als das Unternehmen eigentlich vernichten möchte. Zudem wird, da keine Briefkurse möglich sind, der Markt ausgeschaltet, was zu Mengen- und Preisabsprachen verlei-

ten könnte. Dazu kommt ein latentes Insider-Problem: Der mit der Transaktion betraute Finanzverantwortliche ist über die Firma selbst besser informiert als der aussenstehende Aktionär. Indem er die Geldkurse stellt, kann er den Zeitpunkt des Rückkaufs selbst bestimmen und damit Informationsunterschiede potentiell ausnützen. Schliesslich hat das Unternehmen die Freiheit, den Rückkauf jederzeit abubrechen, womit es zwar den positiven Ankündigungseffekt nützt, die Umsetzung aber vernachlässigt – ein Umstand, der in der letzten Zeit mehrfach zu beobachten war.

Aktienrückkäufe über eine Zweite Linie sind somit nicht à priori das bestmögliche Mittel zur Kapitaloptimierung, auch wenn zahlreiche grosskapitalisierte Unternehmen in der jüngsten Vergangenheit gerne zu diesem Instrument gegriffen haben – zumal zweite Handelslinien auch bezüglich Information, Transparenz und Fairness nicht die optimale Lösung darstellen und nach wie vor verschiedene Fragen offenlassen.

... oder Gleichbehandlung der Aktionäre?

Der zentrale Kritikpunkt am Verfahren Zweite Linie ist indessen die Ungleichbehandlung der Aktionäre: Die Kapitalherabsetzung durch Vernichtung eigener Aktien gilt steuerrechtlich als Teilliquidation der Gesellschaft. Derjenige Teil des zurückbezahlten Betrags, der den Nennwert übersteigt, stellt eine Gewinnausschüttung dar, die der Verrechnungssteuer unterliegt und bei den Privataktionären – im Gegensatz zu den institutionellen – als Einkommen steuerbar ist. Faktisch können deshalb nur institutionelle Kunden Aktien über eine Zweite Linie verkaufen.

Die einzige Möglichkeit, alle Aktionäre gleichzustellen, besteht in der Ausgabe handelbarer Put-Optionen. Dabei erhält jeder Aktionär eine bestimmte Anzahl Put-Optionen. Diese berechtigen ihn, zu einem bestimmten Zeitpunkt bei einem fixierten Preis der Gesellschaft eigene Titel anzubieten. Da der Rückkaufpreis über dem Marktkurs angesetzt wird, besitzt die Option einen inneren Wert. Der private

Aktionär verkauft seine Option über die Börse und erzielt damit einen steuerfreien Kapitalgewinn. Auf der anderen Seite kauft der institutionelle Investor die Put-Optionen und löst diese beim Unternehmen mit dem Verkauf der Aktien ein.

Ungerechtfertigte Kritik

Kritiker dieser modernen Methode der Kapitalrückzahlung führen ins Feld, dass die Aufnahmefähigkeit des Finanzmarkts bei einem Put-Optionen-Programm eines Blue Chips ungenügend sei. In der Tat haben bisher vorab kleinere Unternehmen diesen Weg beschritten, der nur eine relativ kurze Vorbereitungszeit erfordert und einfach abzuwickeln ist. Durch die Einbindung des Marktes – es werden Geld- und Briefkurse sowohl für die Aktie als auch für die Put-Option gestellt – resultiert für die Anleger eine maximale Transparenz.

Ein zweiter Kritikpunkt an Put-Optionen-Programmen ist jener der verdeckten Gewinnausschüttung: Die Prämie für die Optionsscheine muss vom «überschüssigen» Eigenkapital abgezogen werden und führt dazu, dass weniger Titel vernichtet werden können als über eine Zweite Linie. Dies sei keine Kapitalrückzahlung, sondern eine zusätzliche Gewinnausschüttung, so die kritischen Stimmen. Diese strenge Trennung in Rückzahlung einerseits und Ausschüttung andererseits mag aus steuerrechtlichen Gründen eine gewisse Bedeutung

haben, nicht aber aus finanztheoretischen.

Verfügt ein Unternehmen zum Jahresende über zuviel Kapital, muss dies an die Aktionäre zurückfliessen. Ob dies in der Form von Dividendenauszahlung, Nennwertrückzahlungen oder Aktienrückkäufen geschieht, spielt im Grunde genommen keine Rolle. Der Investor kann danach so oder so sein im Unternehmen nicht mehr benötigtes Kapital anderweitig investieren. Ist der Rückkauf mittels Put-Optionen einmal angekündigt, muss die Transaktion aber auch im angegebenen Umfang durchgeführt werden. Der einzige Nachteil der gezahlten Prämie liegt im höheren verrechnungssteuerpflichtigen Anteil, den der Andienere als Zinskosten zu tragen hat.

Der Shareholder Value im Mittelpunkt des Interesses

Der Shareholder Value – im Sinne eines effizienten und risikogerechten Mitteleinsatzes – ist für die Aktionäre zentral, nicht die Anzahl der Aktien, die in einer spezifischen Transaktion vernichtet werden. Die Kritik, die Ausgabe von Put-Optionen verhindere den Rückkauf einer genügend hohen Anzahl Titel, schießt deshalb am angestrebten Hauptziel vorbei. Aus diesem Grund dürften sich in der Schweiz nicht nur die Aktienrückkäufe im allgemeinen, sondern auch die Rückkäufe via Put-Optionen im speziellen weiter durchsetzen.

Gut für das Unternehmen, gut für den Aktionär

Unternehmen, die effizient mit ihrem Eigenkapital umgehen, erlangen langfristig einen Vorsprung gegenüber der Konkurrenz. Der effiziente Umgang mit dem Eigenkapital bedeutet auch, dass man sich laufend mit der optimalen Höhe des Eigenkapitals befasst und gegebenenfalls Kapitalrückzahlungen in Betracht zieht – vorzugsweise in der Form eines Put-Optionen-Programms, bei dem private Anleger in der Schweiz in den Genuss eines steuerfreien zusätzlichen Kapitalgewinns kommen.