

Aktienrückkäufe als «Bonus» für Aktionäre

Unternehmen, die effizient mit ihrem Eigenkapital umgehen und überschüssiges Kapital an die Aktionäre zurückgeben, erlangen langfristig einen Konkurrenzvorsprung. Davon profitieren letztlich auch die Shareholder.

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

Als Aktionär muss man sich bewusst sein, dass Eigenkapital Risikokapital ist. So geht ein Aktionär grundsätzlich ein höheres Risiko ein als ein Fremdkapitalgeber, beispielsweise ein Obligationär. Im Gegensatz zum Fremdkapitalzins ist der Ertrag aus dem investierten Eigenkapital variabel und schwieriger planbar; dazu kommt, dass beim Eigenkapital, wenn überhaupt, nur ein Teil der Rendite in der Form einer Dividende ausgeschüttet wird; schliesslich wird das Eigenkapital in der Schweiz doppelt besteuert,



Markus Eberle

einmal im Unternehmen als Gewinnsteuer, danach beim Aktionär auf der Dividende.

Das höhere Risiko von Eigenkapital bedeutet, dass ein Unternehmen seinen Eigenkapitalgebern eine höhere Rendite in Aussicht stellen muss als Fremdkapitalgebern. Eigenkapital ist somit teures Kapital, mit dem die Unternehmensführung haushälterisch umzugehen hat. Gleichzeitig sollte das Management für einen dem unterschiedlichen Risiko entsprechenden Mix von Eigenkapital und Fremdkapital sorgen. Diesen Mix gilt es laufend den sich ändernden Umständen anzupassen und zu optimieren.

Dividenden, Nennwertrückzahlungen und Aktienrückkäufe

Zu den effizientesten Methoden, die Kapitalstruktur eines Unternehmens zu optimieren, die Kapitalkosten zu reduzieren und damit den Unternehmenswert und den Shareholder Value zu steigern, gehört die Eigenkapitaloptimierung durch die Rückgabe nicht benötigten Kapitals an die Aktionäre. Dies kann grundsätzlich auf drei Arten erfolgen: über Dividendenzahlungen, Nennwertrückzahlungen oder Aktienrückkäufe.

Die meisten Unternehmen zahlen ihren Aktionären regelmässig eine Dividende – gewissermassen einen Zins auf dem Aktienkapital. Da Dividenden aber versteuert werden müssen, ist dieser Weg der Kapitaloptimierung für Privatanleger unattraktiv. Als steuerfreie Alternativen kommen demgegenüber Nennwertrückzahlungen in Frage. Wenn es jedoch um grössere Beträge geht, bieten sich Aktienrückkäufe als effiziente Methode an.

Für den Aktienrückkauf wurden in den letzten Jahren verschiedene Verfahren entwickelt: Rückkäufe über eine Zweite Handelslinie an der Börse, öffentliche Rückkaufangebote, nicht-



Dr. Andreas Walther

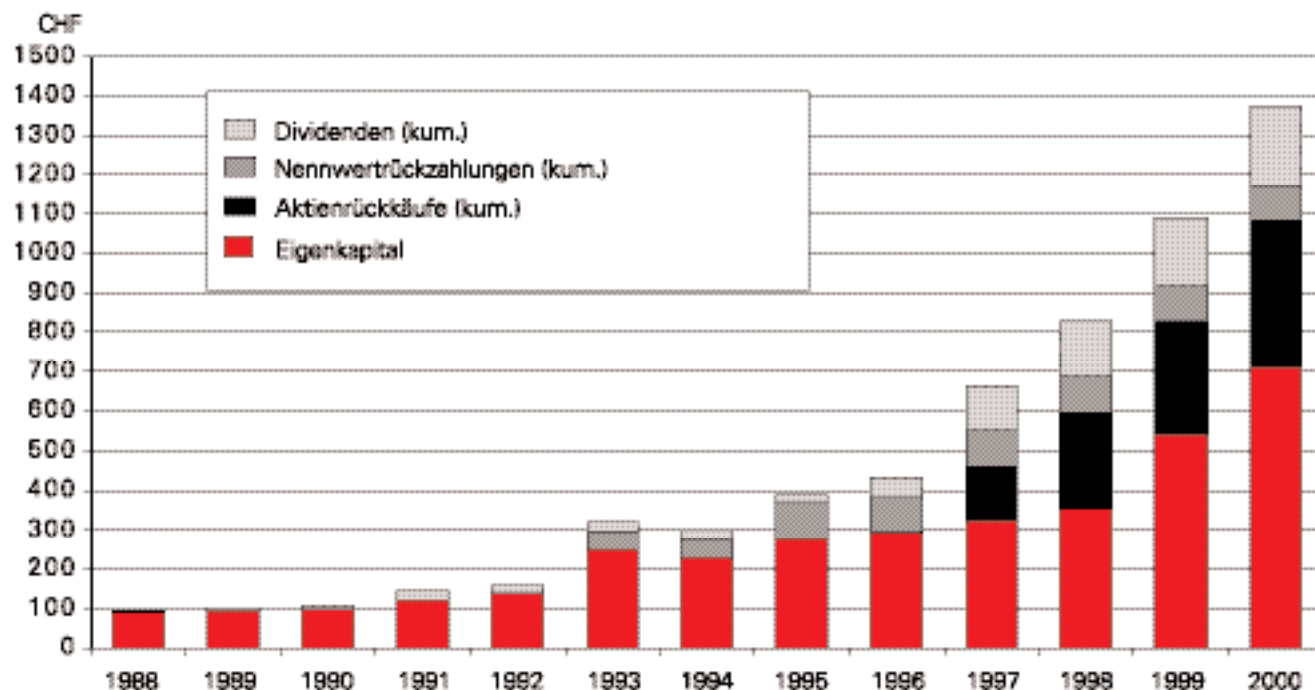
öffentliche Rückkäufe direkt von institutionellen Anlegern sowie Rückkäufe über Put-Optionen-Programme.

Bei einer Zweiten Linie werden die zurückzukaufenden Titel als neue Valoren an der Börse kotiert. Gleichzeitig wird für die Rückkaufzeit von vier bis sechs Monaten eine spezielle Handelslinie mit der zurückkaufenden Gesellschaft als einziger Käuferin eröffnet. Als Gegenpartei fungiert eine im Auftrag der Gesellschaft handelnde Bank. Der Rückkaufpreis folgt dem Handel auf der Ersten Linie. Transaktionen über eine Zweite Linie sind für die Aktionäre in der Schweiz börsenstempel- und kommissionspflichtig.

Bei den öffentlichen Angeboten zum Aktienrückkauf gibt es das holländische Verfahren und das öffentliche Angebot mit fixiertem Preis. Beim holländischen Verfahren bietet die Gesellschaft allen Aktionären die Möglichkeit, Aktien zum Rückkauf anzudienen, wobei die Anzahl Titel und der maximale Preis im voraus festgelegt werden. Dienen die Aktionäre ihre

Eigenkapitaloptimierung und Aktienrückkäufe bei der OZ

(pro Inhaberaktie)



Seit ihrer Gründung 1988 hat die OZ Gruppe regelmässig überschüssiges Kapital an ihre Aktionäre ausbezahlt.

Titel an, werden zuerst die Angebote mit dem tiefsten Preis angenommen, anschliessend die mit dem jeweils nächsthöheren Preis.

Bei einem öffentlichen Angebot mit fixiertem Preis bietet die Gesellschaft ebenfalls allen Aktionären die Möglichkeit, Aktien zum Rückkauf anzudienen, wobei sie aber zu einem bestimmten Preis maximal eine bestimmte Anzahl Titel zurücknimmt. Werden mehr Titel angeboten, wird proportional gekürzt. Diese Variante war vor allem zu Beginn der Aktienrückkäufe in der Schweiz relativ beliebt.

Bei einem Aktienrückkauf über institutionelle Investoren werden institutionelle Grossaktionäre direkt angesprochen. Damit die Gleichbehandlung aller Aktionäre, auch der kleineren Privatanleger, gewährleistet ist, muss das Angebot allerdings unter dem aktuellen Marktpreis liegen. Aufgrund der mangelnden Transparenz wird diese Variante heute kaum mehr gewählt.

Voll im Trend: Aktienrückkäufe über Put-Optionen

Der grosse Vorteil von Aktienrückkaufprogrammen mit Put-Optionen liegt in der Gleichstellung von privaten und institutionellen Anlegern. Da Privatanleger aus steuerlichen Gründen keine Aktien direkt an eine Gesellschaft verkaufen können, bietet ihnen ein Put-Optionen-Programm eine elegante Alternative: die Veräusserung ihrer Optionen über den Markt. Institutionelle Investoren ihrerseits können die benötigten Optionen am Markt erwerben und diese dann ohne Steuernachteile an die ausgebende Gesellschaft verkaufen.

In der Regel erreichen Aktienrückkaufprogramme, die mit Put-Optionen durchgeführt werden, das gesteckte Unternehmensziel zu annähernd 100%. Mit anderen Worten: Mit Put-Optionen lassen sich Aktienrückkäufe nicht nur am gerechtesten, sondern auch sehr effizient abwickeln.

Steuerliche und rechtliche Rahmenbedingungen

Die Attraktivität der verschiedenen Möglichkeiten, Aktien zurückzukaufen und damit das Eigenkapital zu optimieren, hängt eng mit den rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen zusammen. Erwähnenswert sind in diesem Zusammenhang etwa das Gleichbehandlungsprinzip gemäss Schweizer Aktienrecht. Danach ist die Möglichkeit des Verkaufs grundsätzlich allen Aktionären zu gewähren. Dabei gilt aber nicht eine absolute, sondern eine relative Gleichbehandlung und insbesondere das Verbot einer willkürlichen Schlechterstellung.

Gemäss Aktienrecht gilt zudem das Prinzip der Freiwilligkeit. So ist eine zwangsweise Amortisation nicht zulässig – ausser bei einem «Squeeze Out» im Rahmen eines Übernahmeangebots, bei dem bereits mehr als 98% aller ausstehenden Titel angedient worden sind.