

# F

THEORETISCHE ERKLÄRUNGSANSATZE  
PRAKTISCHE DURCHFÜHRUNG  
SITUATION IN DER SCHWEIZ

Andreas Welti

# *Inhalt s v e r z e i c h n i s*

Kapitel 1: Einleitung . . . . .	21
1.1 Darstellung der Thematik . . . . .	21
1.2 Problemstellung und Herausforderungen . . . . .	22
1.3 Zielsetzungen . . . . .	27
1.4 Aufbau der Arbeit . . . . .	28
1.5 Verwendete Literatur . . . . .	31
1.6 Gespräche . . . . .	32

## **Teil I**    Theoretische Erklärungsansätze von Aktienrückkäufen

Kapitel 2: Aktienrückkauf als Signalling-Instrument . . . . .	39
2.1 • Einleitung . . . . .	39
2.2 Grundlagen der Signalling-Theorie . . . . .	40
2.2.1 Asymmetrische Informationsverteilung und Marktineffizienz als Grundlagen des Signalling . . . . .	40
2.2.2 Signalling als Erklärungsansatz und Lösungsmodell bei asymmetrischer Informationsverteilung . . . . .	41
2.2.3 Anforderungen an wirkungsvolle Signale . . . . .	42

2.3	Signalling-Instrumente und deren Anwendungsbereiche . . . . .	43
2.3.1	Signalwirkung der Dividendenpolitik . . . . .	43
2.3.2	Signalwirkung der Kapitalstrukturpolitik . . . . .	46
2.3.3	Signalwirkung der Investitionspolitik . . . . .	48
2.3.4	Übersicht und Kosten der verschiedenen Signalling-Instrumente . . . . .	49
2.3.5	Empirie der Ankündigungseffekte von verschiedenen Signalen . . . . .	51
2.4	Signalling mittels Aktienrückkäufen . . . . .	53
2.4.1	Verschiedene Theorien des Aktienrückkauf-Signalling . . . . .	55
2.4.2	Signalwirkung der verschiedenen Rückkaufmethoden . . . . .	59
2.4.3	Signalwirkung der verschiedenen Rückkaufmotive . . . . .	62
2.4.4	Aktienrückkauf als wertenthaltende Option . . . . .	63
<sup>3</sup> 2.4.5	Aktienrückkauf zur Beeinflussung des eigenen Börsenkurses . . . . .	66
Kapitel 3:	Aktienrückkauf als Mittel zum Abbau von Überschussliquidität . . . . .	69
3.1	Einleitung . . . . .	69
3.2	Aktienrückkauf zur Reduktion der Agency-Kosten der freien Cash Flows . . . . .	70
3.3	Investitionstätigkeit von rückkaufenden Gesellschaften . . . . .	72
3.4	Empirische Beziehung zwischen Preiselastizität und Agency-Kosten der freien Cash Flows . . . . .	73
3.5	Empirische Beziehung zwischen Unternehmensgröße, Überschussliquidität und Agency-Kosten der freien Cash Flows . . . . .	75
3.6	Vergleich der Free Cash Flow-Hypothese mit der Signalling-Hypothese . . . . .	75
3.7	Free Cash Flow-Hypothese bei unterschiedlichen Aussüttungsmethoden . . . . .	82
3.8	Free Cash Flow-Hypothese bei Offerimarktrückkäufen . . . . .	84
3.9	Abbau von Überschussliquidität und Managementbeteiligungen . . . . .	87
Kapitel 4:	Aktienrückkauf als Massnahme zur Gestaltung der Kapital- und Aktionärsstruktur . . . . .	89
4.1	Einleitung . . . . .	89
4.2	Aktienrückkauf als Massnahme zur Gestaltung der Kapitalstruktur . . . . .	90
4.2.1	Leverage-Hypothese des Aktienrückkaufs und 'Tradeoff-Modell zur Bestimmung der Kapitalstruktur . . . . .	91 <sup>1</sup>

4.2.2	Konsequenzen der Pecking Order-Theorie auf das Rückkaufverhalten . . . . .	95
4.2.3	Zusammenhang zwischen der Agency-Theorie und der Existenz einer optimalen Kapitalstrukturgestaltung . . . . .	97
4.2.4	Werttransfer von Obligationären zu Aktionären, Anwendung der Optionspreistheorie auf die Kapitalstrukturgestaltung . . . . .	98
4.2.5	Erhöhung des Gewinnes pro Aktie mittels Aktienrückkäufen . . . . .	100
4.3	Aktienrückkauf als Massnahme zur Gestaltung der Aktionärsstruktur . . . . .	103
4.3.1	Werttransfer zwischen Aktionären und der Aktienrückkauf zur Einflussnahme auf die Eigentümerstruktur . . . . .	103
4.3.1.1	Werttransfer zwischen Aktionären . . . . .	103
4.3.1.2	Verschiedenheit der Aktionärstypen . . . . .	106
4.3.1.3	Einfluss der Aktionärsstruktur auf den Unternehmenswert . . . . .	109
4.3.2	Aktienrückkauf zur Elimination von Kleinstbeteiligungen . . . . .	112
4.3.3	Going Private durch Rückkauf eigener Aktien . . . . .	113
4.3.4	Aktienrückkauf als Ersatz für ein fehlendes Ausschluss- oder Austrittsrecht . . . . .	114
4.3.5	Erleichterung der Notierung an einer ausländischen Börse . . . . .	115
4.3.6	Aktienrückkauf zur Beeinflussung des Ausgangs von Übernahmeversuchen . . . . .	115
4.3.6.1	Verringerung der Attraktivität einer Zielgesellschaft . . . . .	116
4.3.6.2	Möglichkeit des Auskaufs von Aktionärsgruppen . . . . .	117
4.3.6.3	Änderung der Angebotskurve der Aktien . . . . .	118
4.3.6.4	Erhöhung des Kapital- und Stimmrechtsanteils befreundeter Aktionärsgruppen . . . . .	120
4.3.6.5	Erwerb eines Aktienpakets des Bieters zu einem für diesen attraktiven Preis . . . . .	121
4.3.6.6	Diskriminierung von unerwünschten tatsächlichen oder potentiellen Bieter . . . . .	122
4.3.6.7	Empirie des Aktienrückkaufs im Zusammenhang mit feindlichen Übernahmen . . . . .	122
4.3.7	Eigene Aktien als Zahlungsmittel und Aktienrückkauf im Umfeld von Fusionen, Übernahmen und , wechselseitigen Beteiligungen . . . . .	125
4.3.8	Aktienrückkauf im Zusammenhang mit Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen . . . . .	128

4.3.8.1	Aktienrückkauf beim Vorhandensein von Optionen in den Händen der Unternehmensleitung . . . . .	128
4.3.8.2	Eigene Aktien als Vorratsaktien für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme . . . . .	132
4.3.8.3	Endogene Zusammenhänge zwischen Aktienrückkäufen und Optionen . . . . .	134
4.3.8.4	Zusammenspiel von Aktienrückkäufen, Mitarbeiteroptionen und Eigenkapitalemissionen . . . . .	134
4.3.8.5	Zusammenhang zwischen Aktienrückkäufen und Derivaten in der Schweiz . . . . .	136
Kapitel 5: Aktienrückkauf als Variante der Dividenden- und Ausschüttungspolitik . . . . .		137
5.1	Einleitung . . . . .	137
5.2	Grundlagen der Substitutionshypothese . . . . .	138
5.3	Zunehmende Bedeutung von Aktienrückkäufen und abnehmende Bedeutung von Dividenden . . . . .	139
5.4	Theoretische Grundlagen zur Beziehung zwischen Aktienrückkäufen und Dividenden . . . . .	142
5.5	Substitution der Dividende aufgrund steuerlicher Vorteile des Aktienrückkaufs . . . . .	144
5.6	Substitution der Dividende aufgrund der flexiblen Anwendbarkeit des Aktienrückkaufs . . . . .	148
5.6.1	Finanzielle Flexibilität und die Auswahl zwischen Aktienrückkäufen und Dividenden . . . . .	148
5.6.2	Aktienrückkauf zur Gewährleistung einer stabilen Dividendenpolitik . . . . .	151
5.6.3	Beständigkeit von Cash Flows und Informationsgehalt als Auswahlkriterium zwischen Dividendenerhöhungen und Aktienrückkäufen . . . . .	152
5.7	Substitution der Dividende aufgrund von Managementanreizen in der Ausschüttungspolitik . . . . .	157
5.8	Alternative Theorien zur Substitutionshypothese . . . . .	159
5.8.1	Substitution aufgrund von Kostenüberlegungen . . . . .	159
5.8.2	Präferenzen der Aktionäre bezüglich der Ausschüttungspolitik . . . . .	163
5.8.3	Unterschiedlichkeit der Kursreaktionen auf Aktienrückkäufe und Dividenden . . . . .	165

5.9 Kursreaktionen beim Zusammenspiel von Aktienrückkäufen und Dividendenherabsetzungen. . . . .166

5.10 Argumente gegen die Substitutionshypothese. . . . .167

5.11 Nennwertherabsetzung als alternative Ausschüttungsvariante. . . . .171

**Teil II Praktische Durchführung von Aktienrückkäufen**

Kapitel 6: Gefahren, volkswirtschaftliche Bedeutung und Finanzierung von Aktienrückkäufen. . . . .175

6.1 Einleitung. . . . .175

6.2 Nachteile, Gefahren und Missverständnisse von Aktienrückkäufen 176

6.2.1 Erhöhtes Finanzierungs-, Unternehmens- und Kursrisiko .. 176

6.2.2 Kursmanipulation und Insiderdelikte. . . . .178

6.2.3 Einschränkung der finanziellen Flexibilität . . . . .181

6.2.4 Theoretische Inexistenz eines Wertzuwachses. . . . .181

6.2.5 Verletzung des Gleichbehandlungsgebots der Aktionäre ... 184

6.2.6 Machtkonzentration beim Verwaltungsrat und Beeinflussung der Eigentümerstruktur. . . . .188

6.2.7 Geringere Marktliquidität und Marktkapitalisierung. . . . .189

6.2.8 Schwächung der Eigenkapitalbasis und Entreicherung der Gesellschaft . . . . .189

6.2.9 Bezugsrechtproblem. . . . .190

6.2.10 Schädigung von Gläubigern und Werttransfer zwischen Fremd- und Eigenkapitalgebern. . . . .191

6.2.11 Abnehmende Bedeutung der Signalwirkung von Aktienrückkäufen ....•'. . . . .192

6.3 Volkswirtschaftliche Bedeutung von Aktienrückkäufen . . . . .193

6.3.1 Volkswirtschaftlicher Nutzen von Aktienrückkäufen. . . . .193

6.3.2 Rolle der Konjunktur und ihr Einfluss auf das Rückkaufverhalten. . . . .195

6.4 Finanzierung von Aktienrückkäufen. . . . .198

Kapitel 7: Methoden des Aktienrückkaufs. . . . .201

7.1 Einleitung. . . . .201

7.2 Rückkauftransaktionen an der Börse. . . . .202

7.2.1 Rückkauf im gewöhnlichen Handel an der Börse. . . . .202

7.2.2 Erwerb über die zweite Handelslinie an der Börse. . . . .204

7.3	Öffentliches Rückkaufangebot	205
7.3.1	Festpreis-Angebot	207
7.3.2	Festpreisverfahren in mehreren Schritten	209
7.3.3	Holländisches Auktionsverfahren	210
7.3.4	Verfahren nach dem inneren Wert der Aktie	216
7.4	Rückkauf eigener Aktien mittels derivativer Erwerbsmethoden	217
7.4.1	Rückkauf mittels Put-Optionen	217
7.4.2	Rückkauf mittels Call-Optionen	220
7.4.3	«Accelerated-Aktienrückkauf»	222
7.4.4	«Collar-Aktienrückkauf»	224
7.4.5	«Forward-Aktienrückkauf»	224
7.5	Verhandlungen mit Einzelaktionären	225
7.6	Übersicht und Vergleich der verschiedenen Rückkaufmethoden	227
7.7	Zusammenhang zwischen Erwerbsmotiven und Erwerbsmethoden	232

### **Teil III Aktienrückkauf in der Schweiz**

Kapitel 8:	Rechtliche Regelung des Aktienrückkaufs in der Schweiz	237
8.1	Einleitung	237
8.2	Regelung des Aktienrückkaufs im Aktienrecht	238
8.2.1	Gesetzliche Vorkehrungen zum Vermögensschutz	238
8.2.2	Erwerbsverbot nach altem Aktienrecht	241
8.2.3	Aktuelle Gesetzeslage nach neuem Aktienrecht	242
8.2.3.1	Erfordernis des frei verwendbaren Eigenkapitals	242
8.2.3.2	Quotenmässige Beschränkung des Erwerbs eigener Aktien	243
8.2.3.3	Stimmrecht und Vermögensrechte eigener Aktien	247
8.2.3.4	Gesonderte Reserve	247
8.2.3.5	Vorschriften zur Jahresrechnung	249
8.2.3.6	Erwerb eigener Aktien durch Tochtergesellschaften	253
8.2.3.7	Folgen der Widerhandlung	255
8.3	Regelung des Aktienrückkaufs im Steuerrecht	256
8.3.1	Anwendung der Theorie der direkten Teilliquidation auf den Erwerb eigener Aktien	256
8.3.2	Erhebung der Verrechnungssteuer auf dem Erwerb eigener Beteiligungsrechte	260

8.3.2.1	Gegenstand der Verrechnungssteuer. . . . .	260
8.3.2.2	Verrechnungssteuer im Fall geldwerter Leistungen und verdeckter Gewinnausschüttungen. . . . .	264
8.3.2.3	Steuersubjekt der Verrechnungssteuerforderung . . .	264
8.3.2.4	Rückerstattung der Verrechnungssteuer. . . . .	265
8.3.3	Erhebung der direkten Bundessteuer auf dem Erwerb eigener Beteiligungsrechte. . . . .	267
8.3.3.1	Steuerliche Folgen bei der Kapitalgesellschaft oder Genossenschaft. . . . .	267
8.3.3.2	Steuerliche Folgen beim Veräusserer. . . . .	269
8.3.4	Steurgünstigkeit besonderer Erwerbsmethoden. . . . .	273
8.3.4.1	Zweite Handelslinie an der Börse. . . . .	273
8.3.4.2	Rückkauf durch die Ausgabe von Put-Optionen . . .	274
8.3.5	Steuerlich interessante Spielarten des Erwerbs eigener Aktien. . . . .	279
8.3.6	Würdigung des Steuerrechts, und Übereinstimmung mit dem Aktienrecht. . . . .	280
8.4	Regelung des Aktienrückkaufs im Börsenrecht. . . . .	282
8.4.1	Regelung des Aktienrückkaufs im Übernahmekodex. . . . .	282
8.4.2	Regelung des Aktienrückkaufs im Börsen- und Effektenhandelsgesetz. . . . .	283
8.4.3	Wechsel von der Bewilligungspflicht zur Meldepflicht . . .	290
8.4.3.1	Generelle Freistellung. . . . .	290
8.4.3.2	Freistellung durch Meldeverfahren. . . . .	290
Kapitel 9: Praxis des Aktienrückkaufs in der Schweiz. . . . .		293
9.1	Einleitung. . . . .	293
9.2	Bedeutung des Aktienrückkaufs in der Schweiz. . . . .	294
9.3	Übersicht der in der Schweiz durchgeführten Aktienrückkäufe . . . .	300
9.4	Angewandte Methoden für Aktienrückkäufe mit anschliessender Kapitalherabsetzung. . . . .	308
9.4.1	Aktienrückkäufe via zweite Handelslinie. . . . .	308
9.4.2	Öffentliche Kaufangebote. . . . .	308
9.4.3	Aktienrückkauf mittels Optionen. . . . .	309
9.4.4	Kaufofferte an Einzelaktionäre. . . . .	310
9.4.5	Überblick über die verwendeten Rückkaufmethoden. . . . .	311
9.4.6	Aktienrückkäufe via Börse ohne anschliessende Kapitalreduktion. . . . .	312

9.5	Auswertung der Fragebogen . . . . .	313
9.5.1	Fragen zu den einzelnen Aktienrückkaufprogrammen . . . . .	314
9.5.1.1	Medium der Ankündigung von Aktienrückkäufen in der Schweiz . . . . .	314
9.5.1.2	Argumente gegen Aktienrückkäufe . . . . .	315
9.5.1.3	Initiieren von Rückkaufprogrammen . . . . .	317
9.5.1.4	Motive der schweizerischen Aktienrückkäufe . . . . .	318
9.5.1.5	Alternativen zum Aktienrückkauf . . . . .	321
9.5.2	Allgemeine Fragen zu Aktienrückkäufen . . . . .	323
9.5.2.1	Stellungnahmen zu den zehn Thesen des Aktienrückkaufs . . . . .	323
9.5.2.2	Beurteilung der Vor- und Nachteile von Aktienrückkäufen . . . . .	327
9.5.2.3	Einschätzungen der Vor- und Nachteile der einzelnen Rückkaufmethoden . . . . .	329
9.5.2.4	Stellungnahmen zur rechtlichen Regelung des Aktienrückkaufs . . . . .	333
9.5.2.5	Einschätzung der zukünftigen Entwicklung des Aktienrückkaufs in der Schweiz! . . . . .	334
9.5.2.6	Volkswirtschaftliche Bedeutung von Aktienrückkäufen . . . . .	335
Kapitel 10: Zusammenfassung und Ausblick . . . . .		337
Literaturverzeichnis . . . . .		345
Stichwortverzeichnis . . . . .		363
Lebenslauf . . . . .		381