

# «Cash-oder-Titel-Option à la Sarasin»

Übergang vom Nennwertprinzip zum Kapitaleinlageprinzip als Chance – Ausschüttungsmodell mit Zukunft

In seinem Artikel in der «Finanz und Wirtschaft» Nr. 59 vom 29. Juli hat Prof. Max Boemle die historischen Entwicklungen bei der Suche nach der optimalen Dividendenpolitik erläutert und dabei als jüngstes Ereignis auch die Coto vorgestellt, die die Bank Sarasin dieses Jahr entwickelt hat. Als Wermutstropfen dieses sinnvollen Ausschüttungsmodells wird die Nennwertreduktion beschrieben, die naturgemäß nur so lange möglich ist, wie eine Gesellschaft resp. ihre Aktien über entsprechenden Nennwert verfügen. Mit dem beschlossenen Übergang vom Nennwertprinzip zum Kapitaleinlageprinzip hat sich dieses Problem jedoch gelöst.

## Eine Reform macht's möglich

Per 1. Januar 2011 wird das im Rahmen der Unternehmenssteuerreform II beschlossene Kapitaleinlageprinzip eingeführt, wonach die Rückzahlung von unmittelbar durch die Inhaber der Beteiligungsrechte geleisteten Einlagen, Aufgeldern und Zuschüssen gleich behandelt wird wie die Rückzahlung von Grund- oder Stammkapital, sofern die Einlagen nach dem 31. Dezember 1996 geleistet wurden und von der Kapitalgesellschaft in der Handelsbilanz auf einem gesonderten Konto ausgewiesen werden und die Gesellschaft jede Veränderung auf diesem Konto der Eidg. Steuerverwaltung meldet. Das heisst, dass solche Rückzahlungen verrechnungssteuerfrei erfolgen können und für Aktionäre mit Wohnsitz in der Schweiz, die die Aktien im Privatvermögen halten, einkommenssteuerfrei sind.

Wird nun eine steuerfreie Nennwertrückzahlung durchgeführt und nimmt der Aktionär über die Coto am Aktienbezug teil, wird der Gesellschaft das steuerfrei rückzahlbare Kapital wieder zugeführt – der Nennwertreduktion steht eine Erhöhung des Agios gegenüber –, und die Coto, wie sie von Sarasin entworfen wurde, wird auch in den Folgejahren möglich sein, allenfalls eben über eine Agiorückzahlung statt über eine Nennwertreduktion. Ein-

geschränkt wird das Modell einzig dadurch, dass mit jedem Bezug der Barabgeltung sich das steuerlich privilegierte rückzahlbare Kapital (Nennwert und Agio) definitiv reduziert.

Darstellung 1 zeigt die drei Handlungsoptionen, die die Coto dem Aktionär einräumt. Im Fall Sarasin berechnen 35 Coto zum Bezug einer neuen Aktie. Der innere Wert von 35 Coto entspricht somit im Falle der Option 1 dem Aktienkurs von 33.80 Fr. (nach Verwässerung durch Zuteilung Coto). Denselben Wert kann der Aktionär voraussichtlich realisieren, indem er 35 Coto an der Börse verkauft (Option 2). Dem steht eine Barabgeltung von 0.65 Fr. pro Coto bzw. 22.75 Fr. für 35 Coto gegenüber, falls der Aktionär die Barabgeltung

durch die Gesellschaft wählt (Option 3). Der Aktienkurs von Sarasin müsste somit mindestens 32,7% sinken (von 33.80 auf 22.75 Fr.), damit ein Aktionär die Barabgeltung von Sarasin verlangen würde. Darstellung 2 zeigt die Entwicklung des inneren Wertes der Coto in Abhängigkeit des Sarasin-Aktienkurses.

## Die richtige Option wählen

Wie dargestellt, kann die Coto mehrmals eingesetzt werden, wenn die Aktionäre am Ende der Laufzeit die Option 1 wählen und nicht die Barabgeltung der Gesellschaft einfordern (Option 3). Somit ist die Coto primär für Wachstumsgesellschaften interessant, die ihr Kapital nicht ausschütten wollen, sondern beabsichtigen, es in profitable Projekte zu investieren. Durch ein entsprechend attraktives Bezugsverhältnis kann die Wahrscheinlichkeit des Eintritts der Barabgeltung verringert und das Kapital im Unternehmen behalten werden. Im Falle Sarasin müsste der Aktienkurs unter die Schwelle von 22.75 Fr. fallen. Somit ist zu erwarten, dass Sarasin das steuerlich privilegierte rückzahlbare Kapital erhalten bleibt und eine neuerliche Ausgabe von Coto auch in den kommenden Jahren möglich ist.

Obwohl die Barabgeltung durch die Gesellschaft zum heutigen Zeitpunkt aus Sicht des Aktionärs unattraktiv ist, bleibt den Aktionären während der Laufzeit mit dem Verkauf der Coto (Option 2) die Möglichkeit, einen Bargeldzufluss in der Höhe des Marktpreises der Coto zu erreichen. Der Marktpreis für die Coto lehnt sich direkt an die Höhe des Aktienkurses an (vgl. Darstellung 2).

Die Coto kann auch als Kapitalbeschaffungsinstrument genutzt werden. Dabei wird das Bezugsverhältnis ebenfalls so ausgestaltet, dass die Barabgeltung der Gesellschaft nur im Falle eines namhaften Kursrückgangs interessant wird (Discount). Solange der Aktienkurs über diesem Niveau liegt, kommt es nicht zur Auszahlung der Barabgeltung, son-

dern zum Bezug neuer Aktien. Somit kann die Gesellschaft durch Selbstfinanzierung ihr Eigenkapital stärken. Das ist gerade in einem schwierigen Kapitalmarktumfeld eine reizvolle Struktur, da die Gesellschaft auf eine aufwendige Beanspruchung des Kapitalmarktes in Verbindung mit der Suche neuer Investoren verzichten kann. Die Barabgeltung durch die Gesellschaft wirkt bei rückläufigen Kursen kursstützend und hilft die sonst übliche Volatilität des Aktienkurses während der Durchführung von Kapitalmassnahmen zu reduzieren.

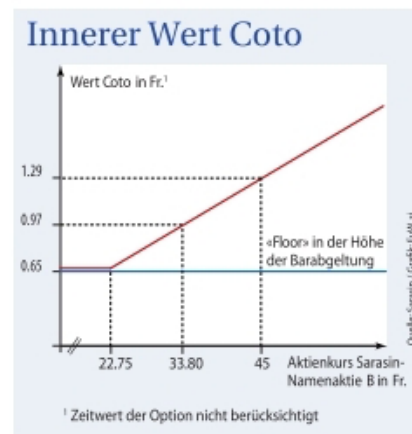
## Aktionär hat die Wahl

Ein Vorteil aus Sicht der Aktionäre ist die Wahlmöglichkeit, die ihnen durch die Coto gewährt wird. Sie können selbst wählen, ob sie einen Bargeldzufluss wünschen, indem sie die Barabgeltung beziehen (Option 3), oder die Coto an der Börse verkaufen (Option 2) oder ob sie neue Aktien beziehen und ihr Kapital in der Gesellschaft lassen wollen (Option 1). Der Handel der Coto ermöglicht einen natürlichen Ausgleich zwischen Aktionären mit unterschiedlichen Präferenzen.

Ein Nachteil der Coto ist die Komplexität des Instruments, die insbesondere bei der heutigen Wiedereinführung einen gewissen Erklärungsbedarf auslöst. Sollte sich die Coto jedoch breiter etablieren, wird auch das Verständnis für sie unter den Publikumsaktionären wachsen.

Das Potenzial für eine breite Anwendung der Coto ist somit vorhanden. Es wird nur dadurch beschränkt, dass Gesellschaften ohne Nennwert und ohne Agio aufgrund der Stellungnahme des Bundesamtes für Justiz aus dem Jahr 1990 keine Coto begeben können, ohne bereits bei der Zuteilung steuerpflichtiges Einkommen bei den Aktionären auszulösen.

Jürg Brand und Matthias Spiess, Corporate Finance, Bank Sarasin, Hans-Peter Mark, Steuern, BDO Visura.



## Handlungsoptionen Coto

Handlungsoptionen Coto	Beispiel Sarasin für 35 Coto <sup>1</sup> in Fr.
Option 1: Recht auf Bezug von neuen Aktien	33.80 (innerer Wert)
Option 2: Verkauf der Coto über die Börse	33.80 (erwarteter Verkaufserlös)
Option 3 <sup>2</sup> : Recht auf Barabgeltung von der Gesellschaft	22.75 (Auszahlung Sarasin)

<sup>1</sup>Barabgeltung je Coto: 0.65 Fr.; Bezugsverhältnis 35 Coto: 1 neue Aktie; Aktienkurs: 33.80 Fr.

<sup>2</sup>Option 3 ist ökonomisch nur sinnvoll, sofern Aktienkurs unter 22.75 Fr. fällt (Discount von 32,7%)

Quelle: Sarasin