

BARINGS

Februar 2017

Aktienrückkäufe:

Segen oder Verschwendung von Zeit und Geld

David Nowakowski

Director

Multi Strategy Fixed Income

Group Barings, London

Einleitung

In der amerikanischen Unternehmenslandschaft werden Aktienrückkäufe von den Anlegern als durchaus positiv aufgefasst. Zusätzlich zu den 2%, die Anleger in Form von Dividenden erhalten, wird durch Aktienrückkäufe kontinuierlich eine Cashflow-Rendite von 2-3% generiert.¹ Allerdings ist sowohl das Niveau als auch das zunehmende Tempo der Rückkäufe zu hoch (Abbildung 1), wie dieses Dokument darlegen wird.

In Kombination mit einem steigenden Verschuldungsgrad der Unternehmen schadet dieser Trend der Bonität von Unternehmensanleihen. In der Vergangenheit galt er außerdem als Vorbote eines Absturzes der entsprechenden Aktie. Auch sollte man bedenken, dass die negativen bilanziellen Auswirkungen von Aktienrückkäufen die Verdrängungswirkung auf Renditen und Spreads von Unternehmensanleihen noch zusätzlich verschärfen könnten, wenn finanzpolitische Impulse durch die neue US-Regierung die US-Notenbank Federal Reserve zu einer erneuten Zinsanhebung veranlassen. Diese Risiken sollte man im Blick behalten, vor allem wenn sich die Finanzlage weiter anspannt, und Anleger sollten sowohl die Vorteile als auch die Nachteile von Aktienrückkäufen berücksichtigen.

Zusammenfassend gesagt sind Aktienrückkäufe:

- **Umsichtig:** Eine steueroptimierte Möglichkeit für Unternehmen, Liquidität an Aktionäre auszuschütten, da Dividenden häufig höher besteuert werden als Kursgewinne.
- **Sinnvoll:** Vor dem Hintergrund von hohen Erträgen und Margen, insbesondere bei US-Unternehmen, ist eine Reduzierung von liquiden Mitteln sinnvoll.
- **Klug:** Aktienrückkäufe sind eine günstige Möglichkeit, um die Auswirkungen der Körperschaftssteuer zu mindern, da Fremdkapital mit steuerlich abzugsfähigen Zinsen für die Finanzierung von Ausschüttungen verwendet und anschließend mit Gewinnen aus dem Ausland zurückgezahlt werden kann, wodurch eine Repatriierung vermieden wird.
- **Belanglos:** Gewerbe- und Industriedarlehen (C&I-Loans) nehmen seit 2011, trotz immer umfangreicherer Aktienrückkäufe, kontinuierlich zu (Abbildung 2). Da die meisten Gesellschaften und Unternehmen also relativ problemlos Kapital aufnehmen können, gibt es scheinbar keine Auswirkungen auf die Investitionen.
- **Gefährlich für Anleihegläubiger:** Um die Investition zu finanzieren, werden die Gewinne von US-Unternehmen zusammen mit den Dividenden vollständig auf die Aktionäre übertragen und der Verschuldungsgrad wird in die Höhe getrieben.
- **Ein verzerrtes Bild:** Aktienrückkäufe steigern das Gewinnwachstum je Aktie auf ein Niveau oberhalb des Ertragswachstums, wodurch Vorstände den Aktienkurs

und somit gleichzeitig ihre optionsbasierte Vergütung in die Höhe treiben und dadurch Kapital umleiten, das ansonsten in das Firmenkapital (Gewinnrücklagen) übergehen würde. Das einzige, was jedoch tatsächlich passiert, ist ein Dividenden- und umgekehrter Aktiensplit. Sich selbst für eine Steigerung des Aktienkurses durch Aktiensplits zu belohnen, ist unserem Empfinden nach verkehrt. Unternehmensführungen sowie die Consultingbranche, die an der Erschaffung solcher völlig legaler Vergütungssysteme beteiligt waren und davon profitieren, sollten diese Systeme reformieren.

Die Zahlen

Die einfache Tatsache, dass Dividenden und Aktienrückkäufe zusammen mehr als die Gesamtsumme der Unternehmensgewinne ausmachen, wirft die Frage nach der Nachhaltigkeit auf.

In den letzten Jahren schwankten die jährlichen Gewinne von US-Unternehmen laut Methodik der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung des Bureau of Economic Analysis (BEA) um etwa 2,1 Billionen US-Dollar. Die Steuern beliefen sich auf knapp über 0,5 Billionen US-Dollar und Dividenden auf knapp unter 1,0 Billion US-Dollar. Die Dividenden im S&P 500 beliefen sich auf 400 Mrd. US-Dollar, die Aktienrückkäufe hingegen „lediglich“ auf 533 Mrd. US-Dollar, nachdem Mitte 2016 ein Rückgang zu beobachten war. FactSet fasst es folgendermaßen zusammen:

In den vorangegangenen zwölf Monaten bis Ende Q3 sanken die Ausschüttungen an die Aktionäre ausgehend von dem Niveau von 1 Billion US-Dollar, das in den Zeiträumen bis Ende Q4 2015, Q1 2016 und Q2 2016 erreicht wurde. Ausschüttungen an Aktionäre machten in den vorangegangenen zwölf Monaten 117% der zusammengefassten Erträge des S&P 500 aus. Das ist ein leichter Anstieg gegenüber dem Vorjahreszeitraum, aber niedriger als der Prozentsatz des zweiten Quartals. Seit dem zweiten Quartal 2015 und auf Basis der vorangegangenen zwölf Monate sind die Ausschüttungen an die Aktionäre höher als die Erträge.

Abbildung 1: Dividenden und Aktienrückkäufe als prozentualer Anteil der Gesamterträge (2016)



Quelle: Damodaran (2016), Schätzungen laut Barings.

Abbildung 2 ersichtlich.

Ein Leitprinzip beim Investieren ist: „Folge dem Geld“. Kennzahlen wie Gewinn je Aktie, KGV und Eigenkapitalrendite haben zwar einen entscheidenden Einfluss auf unsere Anlageentscheidungen, aber die Tatsache, dass bestehende Unternehmen circa 1 Billion US-Dollar an ihre Aktionäre ausschütten, ist ebenfalls wichtig. Für ein vollständiges Bild sollten wir darüber hinaus Börsengänge, Zweitplatzierungen und Zuwendungen an die Unternehmensführungen und Mitarbeiter einbeziehen. Der Grund dafür ist, dass all diese Faktoren Geld aus den Taschen der Anleger ziehen und in das Treasury der Unternehmen übertragen (die Beträge verblassen allerdings neben den eben genannten Zahlen, erwähnenswert sind lediglich die Neuemissionen mit 200 Mrd. US-Dollar in den letzten Jahren, 2016 etwa 25% weniger).² Mit Blick auf das Investment-Grade-Universum führt JPMorgan auf, dass die gesamten Ausschüttungen an Aktionäre ihren Höhepunkt im vierten Quartal 2014 bei 631 Mrd. US-Dollar fanden, seitdem aber um 10% gesunken sind.

FactSet berichtet außerdem, dass etwa bei einem Viertel der börsennotierten Aktien Aktienrückkäufe die Erträge übersteigen (Stand Q3 2016) und dass sich die Ausschüttungen an Aktionäre auf insgesamt 117% der Erträge auf Basis der vorangegangenen zwölf Monate belaufen. Zieht man den freien Cashflow heran – Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit (Einnahmen minus Kosten) abzüglich Kapitalaufwand – ergibt sich ein ähnliches Bild, da Aktienrückkäufe/FCF beim S&P über 50% liegen. Dies führt zu zwei wesentlichen Schlussfolgerungen: Der Anstieg der liquiden Mittel, die an die Aktionäre ausgeschüttet werden, wird sich verlangsamen (es gibt Anzeichen dafür, dass dies bereits der Fall ist) und das aktuelle Niveau, gemessen als prozentualer Anteil der Erträge, ist bereits sehr hoch – die Stände von 2007 wurden bereits übertroffen und nähern sich den Höchstständen von 2008 (Abbildung 1).

Die privaten Investitionsausgaben (ohne Wohnungsbau) im Land liegen bei 2,3 Billionen US-Dollar. Nach Grundlogik und Arithmetik bedeutet das, dass Unternehmen mehr Fremdkapital aufnehmen, um Dividendenzahlungen, Aktienrückkäufe, Investitionsausgaben und andere Investitionen wie Fusionen und Übernahmen oder Forschung und Entwicklung zu finanzieren. Das EBITDA könnte Aktienrückkäufe und Dividenden vielleicht noch abdecken, insgesamt wird der Cashflow aber von diesen Anforderungen erdrückt. Dem Anschein nach gibt es jedoch kaum Beweise dafür, dass die Zahlungen riesiger Beträge für Dividenden und Aktienrückkäufe die Investitionen in irgendeiner Form belasten. Seit 2010 weist die Investitionstätigkeit eine „V-förmige“ Erholung auf (Abbildung 2). C&I-Loans haben rapide zugenommen und Investitionen (ohne Wohnungsbau) sind auf 12,5% des BIP gefallen, was auf den Rückgang in den energienahen Branchen zurückzuführen ist. Und obwohl die Bruttoverschuldung rapide angestiegen ist und gemessen als prozentualer Anteil des BIP (2000, 2007) das gleiche Niveau wie im Falle vorangegangener Höchststände erreicht hat, befinden sich Zinsdeckung und Verschuldungsgrad nicht einmal annähernd auf diesen „Blasenniveaus“, wie in

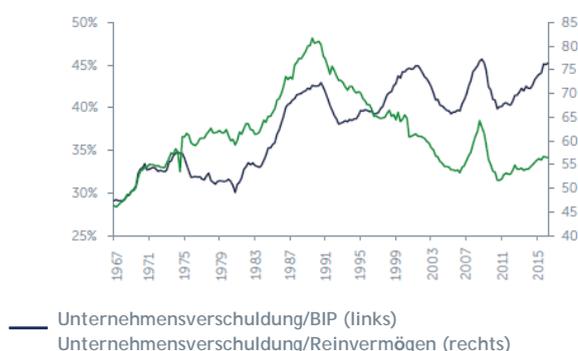
Abbildung 2: Aktienrückkäufe scheinen Investitionen und C&I-Loans nicht zu beeinträchtigen



Quelle: MacroBond, BEA, Federal Reserve.

Für die Zukunft sind mehrere Szenarien denkbar. Die Erträge könnten steigen und die übermäßigen Cashflows zur Finanzierung von Ausschüttungen an die Aktionäre ausgleichen. Die Steuergesetze könnten geändert werden und zurückgeführtes Kapital könnte sowohl den Kreditbedarf senken (Freisetzung von im Ausland generierten Finanzmitteln) als auch die Dauerhaftigkeit der gegenwärtigen „Aktionärsrendite“ erhöhen. Allerdings befindet sich die Fed wieder auf Kurs für Zinserhöhungen in 2017 und darüber hinaus. Wenn man zusätzlich die Ertragsschätzungen von Sell-side-Analysten differenziert berücksichtigt, könnte das günstige Umfeld für Fremdkapitalfinanzierungen und Cashflows an Investoren ein Ende haben. Konkret würde die Ansteckungsgefahr von den Kreditmärkten ausgehen, die die Emissionstätigkeit hemmen und Aktienrückkäufe, Dividenden und Investitionen als verminderte Aktienrisikoprämie begrenzen. All diese Aspekte führen dazu, dass die Emission von Schuldtiteln und die Rückzahlung an Aktionäre unattraktiv werden. Leider stimmen die Motivationen des typischen Vorstandsvorsitzenden und des Finanzvorstands selten automatisch mit den Präferenzen der Aktionäre oder Anleiheinvestoren überein.

Abbildung 3: Die Unternehmensverschuldung ist erhöht, die Aktiva aber auch



Quelle: MacroBond, BEA, Federal Reserve.

Sektoren und Auswirkungen auf Investitionen

Wenn wir uns die Unternehmen genauer anschauen und über liquide Mittel, Aktivitäten bei Aktienrückkäufen und Verschuldungsgrad hinausschauen, treten einige wichtige Fakten in den Vordergrund. Erstens ist der Rückkauf von Aktien weitverbreitet und nur etwa 25% der Unternehmen sind in diesem Punkt nicht aktiv. Allerdings führen IT-Unternehmen seit kurzem die Liste an, obwohl sie für Fusionen und Übernahmen bereits tief in die Tasche greifen. Auch in den Sektoren zyklischer Konsum, Industrie und Finanzwesen war die Aktivität sehr hoch, Telekommunikationsunternehmen und Versorger bevorzugen indes generell eher traditionellere Dividenden. Der Energiesektor hat bei Aktienrückkäufen ohnehin nie eine große Rolle gespielt, ist mittlerweile aber noch weiter in den Hintergrund gerutscht. Zusammengefasst lag der Wert der Aktienrückkäufe der zehn führenden Unternehmen laut FactSet bei 125 Mrd. US-Dollar. Somit sind die obersten 2% des S&P 500 für 22% der Gesamtsumme verantwortlich.

Aus Sicht von Anleiheinvestoren ist der Rückgang von Aktienrückkäufen positiv zu werten. Allerdings ändert sich dadurch nichts an den sich verschlechternden Trends der steigenden Unternehmensverschuldung oder abnehmenden Zinsdeckung, auch über den Rohstoffsektor hinaus (Abbildungen 3 und 4). Obwohl die Summe der liquiden Mittel Rekordstände erreicht und ein gewisses Maß an Heterogenität vorhanden ist (wobei Telekommunikationsunternehmen und seit kurzem auch Rohstofffirmen und die Einzelhandels- und Konsumbranche eine größere Disziplin an den Tag legen), ist die Multi Strategy Fixed Income Group von Barings mit Blick auf Unternehmensanleihen vorsichtig optimistisch eingestellt.

Abbildung 4: Kennzahlen von Investment-Grade-Anleihen werden strapaziert

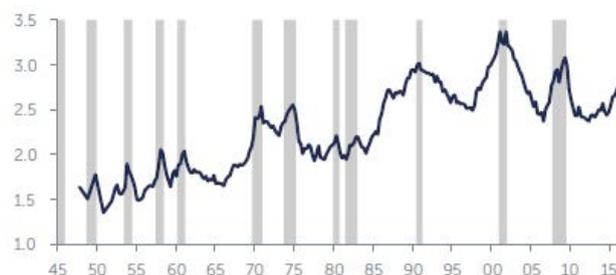
Verhältnis von Nicht-Finanz-Unternehmensanleihen zum BIP



Quelle: BEA, Federal Reserve, J.P. Morgan.

Verhältnis von Nicht-Finanz-Unternehmensanleihen zu EBITDA

Verhältnis



Quelle: Federal Reserve, J.P. Morgan.

Anleger sollten nicht vergessen, dass Dividenden nicht alles sind: Aktienrückkäufe sind keine Verschwendung von Zeit und Geld (es sei denn, Liquidität ist wertvoll und Aktien befinden sich in einer Notlage. In diesem Fall ist die kritische Abhandlung von Rogoff aus dem Jahr 1988 zutreffend). Sie tragen vielmehr erheblich zu dem durch den S&P 500 generierten Kapitalstrom bei. Die gemeinsame Rendite ist sogar höher als die von europäischen oder von Schwellenländeraktien, oder als die von US-amerikanischen Staatsanleihen oder Unternehmensanleihen, allerdings bei einem höheren Risiko. Was die Marktdynamik angeht, ist für uns nicht klar, ob Aktienrückkäufe die Kurse „künstlich“ in die Höhe treiben oder die Volatilität senken. Denn auch Dividenden werden üblicherweise zeitnah reinvestiert. Anstatt also zu viel darüber zu grübeln, betrachten wir Aktienrückkäufe als einen kleinen Teil des Ganzen. Im Gegensatz dazu messen wir Bewertungen (Gewinnrenditen und Schätzungen der Aktienrisikoprämie), gesamtwirtschaftlichen Faktoren (Zinsen und Rezessionsrisiken) sowie Bottom-up-Ansätzen (Qualitätswachstum zu einem angemessenen Preis, defensive und stabile Geschäftsmodelle) eine zentrale Bedeutung für die Asset-Allokation und die Titelselektion bei.

Der Hauptgrund, Hyperventilation und Händeringen mit Blick auf Aktienrückkäufe zu vermeiden, besteht theoretisch darin, dass sie schlichtweg uninteressant sind. Sie sind nichts weiter als eine Dividende plus ein Gimmick der Buchhaltung. Die Wall Street sieht sie natürlich gerne, weil sie die Zweitmarktaktivitäten fördern und eine Geld-Brief-Spanne umfassen oder Kommissionen generieren, die ansonsten direkt in die Taschen der Investoren wandern würden. Wichtig ist auch, dass durch die geringere Anzahl von Aktien Barmittel verwendet werden, sich die Erträge dabei aber nicht ändern. Eine Ausnahme bilden Zinserträge und die fallen nicht ins Gewicht (oder sind im Falle Europas und Japans negativ). Somit steigt der Gewinn je Aktie um mehr als das organische Ertragswachstum. Bei Aktienrückkäufen von 2-3% pro Jahr ist der kumulative Einfluss nach der Krise im Zeitverlauf enorm. Bei Unternehmen, die Dividenden gegenüber abgeneigt sind und Zweitplatzierungen vermieden haben, um die Finanzmittel zu stärken oder um sich aktienfinanzierte Fusionen und Übernahmen zu leisten, erhöht sich der Gewinn je Aktie dadurch um Prozentsätze im

zweistelligen Bereich.

Bei einem moderaten Aktienrückkauf steigt der Verschuldungsgrad eines Unternehmens nicht übermäßig stark an. Demzufolge sollte sich ceteris paribus die Marktkapitalisierung nach dem Rückkauf nicht wesentlich verändern. Im Umkehrschluss bedeutet das, dass der Kurs je Aktie für die reduzierte Anzahl der Aktien steigen dürfte, was aber keine Auswirkungen für Anleger mit einer Buy-and-Hold-Strategie hätte, die mit den Barmitteln (de facto) erneut Aktien von jenen kaufen, die im Zuge des Aktienrückkaufs verkaufen, wonach es zu einer Aktienzusammenlegung käme, bei der die ursprüngliche Aktienanzahl wiederhergestellt würde.³

Fazit

Entsprechend der Darstellungen haben Aktienrückkäufe Einfluss auf die Schuldenlast und erschweren kurz gesagt die Kreditaufnahme. Abstoßend ist an dieser Finanzierungstechnik jedoch, dass Vorstände und Finanzvorstände Vergütungen in Form von Optionen erhalten, da Kurs (P) und Erträge (E) auf Basis der Einzelaktie schlichtweg aufgrund der Verringerung des Nenners (die Anzahl der Aktien) steigen und sie damit im Grunde belohnt werden, obwohl sie auf realer Basis nichts Nützliches für das Unternehmen oder die Investoren getan haben.⁴

Zusammengefasst kann man sagen, dass diese anfänglich leichte Verzerrung bei kontinuierlichen Aktienrückkäufen im Zeitverlauf ziemlich große Ausmaße annimmt. Einige der größten Firmen beispielsweise haben in den letzten fünf Jahren 10-25% ihrer Aktien zurückgekauft.⁵ Das bedeutet, dass die starken Aktienkurssteigerungen dieser Unternehmen nicht vielmehr als die verminderte Aktienanzahl durch die „umgekehrten Aktiensplits“ widerspiegeln. Obwohl sich die Marktkapitalisierung nicht verändert hat, profitieren die Besitzer von langlaufenden Call-Optionen sowie die Empfänger von langfristigen Aktienzuteilungsprogrammen von den unerwarteten Kurssteigerungen. Auch die Emission von Unternehmensanleihen ist immens, was sowohl für Anleihe- als auch für Aktienanleger eine Gefahr darstellen könnte.

Consultants und Unternehmensführungen, die Leistungspakete für hochbezahlte Führungskräfte zusammenstellen, verhalten sich nachlässig, indem sie den Einfluss von Aktienrückkäufen und Dividenden auf diese Aktien und Optionen nicht transparent behandeln. Unserer Ansicht nach müssen solche Pakete so angepasst werden, dass sie den Beitrag zu einer Leistungsverbesserung honorieren, anstatt lediglich eine reduzierte Aktienanzahl. Anleihegläubiger können dazu beitragen, indem sie Druck auf das Management ausüben, den Verschuldungsgrad auf ein angemessenes Niveau zu begrenzen oder indem sie Unternehmen abstrafen, die zu Lasten der Kreditquote unbekümmert ihre eigenen Aktien kaufen.

Der erste Schritt dieses Prozesses ist das Bewusstsein für das Ausmaß dieser Thematik und dafür, wo sie mikro- und makroökonomisch ins Gewicht fällt und wo nicht. Das ist ein Bereich, indem sich Barings durch eine eingehende Bottom-up-Prüfung von Darlehen, Krediten und Aktien der Unternehmen in Kombination mit einer Top-down-Bewertung

von Ländern und Anlageklassen, einschließlich eines bilanzorientierten Ansatzes, zum Vorteil der Kunden optimal positioniert.

¹ Buyback Quarterly, Factset, Dezember 2016.

² Bloomberg 2016.

³ Vor diesem Hintergrund hat Warren Buffett mit seiner Beobachtung recht, dass Aktienrückkäufe den Beteiligungsanteil an einem Unternehmen ohne sonstige Maßnahmen erhöhen. Bis zu einem gewissen Grad zumindest – denn ein passives Verhalten ist in gleichem Maße eine Entscheidung wie die Teilnahme an einem Aktienrückkauf.

⁴ Auf der anderen Seite sind Dividenden für den Aktienkurs „schmerzhaft“ und niemand bemitleidet den Vorstandsvorsitzenden, der bei dieser „Verzerrung“ verliert.

⁵ Buyback Quarterly, Factset, Dezember 2016.