

# Schoellerbank Analysebrief

## Ausgabe Nr. 255, Juli 2014

### Presseinformation

Wien/Salzburg, 30. Juli 2014

Wir behandeln folgendes Thema:

### Aktienrückkäufe – gut oder schlecht für Investoren?

- **Aktuell werden rekordverdächtige Summen in Aktienrückkäufe gesteckt. Ist das ein Signal für einen überhitzten Markt, wie Pessimisten sagen?**
- **Aktienrückkäufe sind erst seit 30 Jahren legal. Immer mehr Unternehmer haben seither die Vorteile dieses Vehikels erkannt und genutzt.**
- **Wie funktionieren Aktienrückkäufe und welche Implikationen ergeben sich für den Anleger? Wir zeigen mögliche Gefahren für Aktionäre auf.**
- **Für den Aktienmarkt sehen wir derzeit jedenfalls keinen Grund, um Alarm zu schlagen. Die Argumente pro Aktien überwiegen.**

US-Unternehmen kaufen derzeit eigene Aktien in einem Ausmaß zurück, wie seit 2007 nicht mehr, und es mehren sich die Stimmen, die diese Entwicklung als Zeichen eines übertriebenen Optimismus an den Aktienmärkten werten. Was ist dran an solchen Befürchtungen? Und worauf sollten Investoren achten, wenn Unternehmen sich des Instruments des Aktienrückkaufes bedienen?

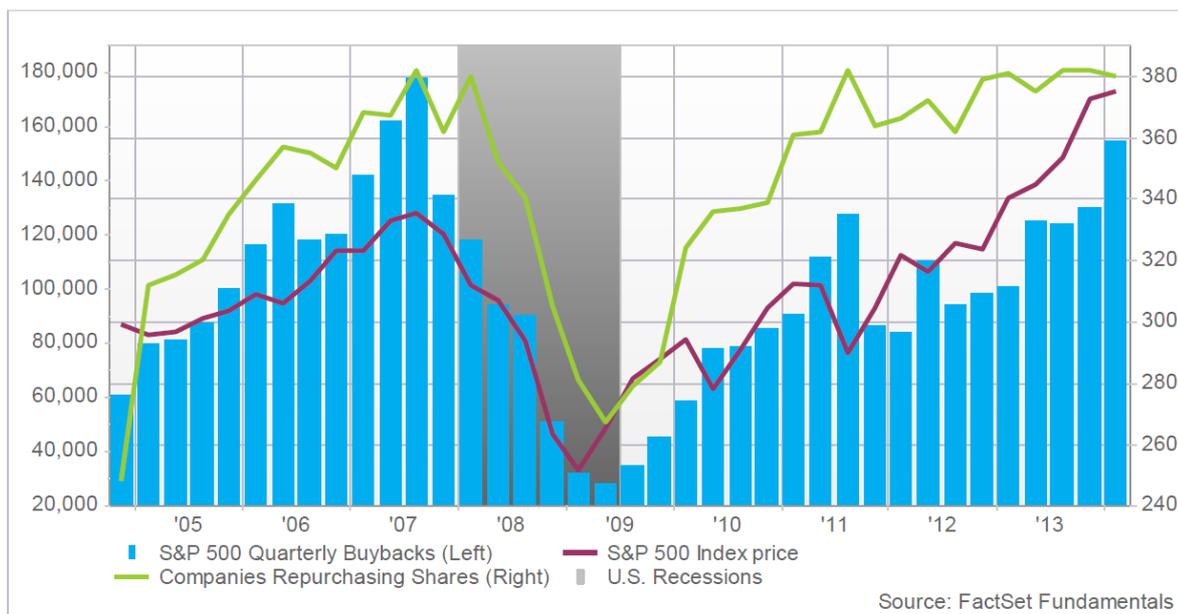


Bild 1: Aktienrückkäufe (blaue Balken) gehen wieder in Richtung der Rekordstände von 2007. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.

Dividenden gehören seit jeher zur Grundausstattung einer Aktie, während Aktienrückkäufe eine relative junge „Innovation“ sind, um Geld an die Aktionäre zurückfließen zu lassen. Bei einem Aktienrückkauf kauft ein Unternehmen seine eigenen Aktien und verringert so die Anzahl der umlaufenden Stücke. Die zurückgekauften Aktien verbleiben in der Regel nicht im Vermögen, sondern werden gegen Eigenkapital gebucht, also „vernichtet“. Das Eigenkapital sinkt und das Fremdkapital bleibt gleich, d. h. das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital (Leverage) steigt an.

Bis vor 30 Jahren war es in den meisten Ländern, inklusive der USA, rechtlich gar nicht möglich, Aktienrückkäufe auf die heute gängige Art durchzuführen, nämlich indem man die Stücke im offenen Markt kauft. Bis 1982 galt: Gab es kein Angebot an alle Aktionäre, sondern wurde nur ein kleiner Teil abgefertigt, so wäre das eine unzulässige Ungleichbehandlung gewesen. Zudem standen Aktienrückkäufe im Verdacht, den Aktienkurs zu manipulieren und Insider zu begünstigen. 1982 wurde dann in den USA eine sogenannte „Safe-Habor-Rule“ in Kraft gesetzt, die es Unternehmen erlaubt ihre Aktien zurückzukaufen, sofern gewisse Kriterien erfüllt sind. Unter anderem dürfen maximal 25% des täglichen Handelsvolumens pro Tag zurückgekauft werden, was Kursverzerrungen verhindern soll. In Europa und Japan wurden später ähnliche Regelungen erlassen. Damit waren Aktienrückkäufe nun legal.

Ein Vorteil ist die hohe Flexibilität, mit der dieses Instrument eingesetzt werden kann. Ein Vorstand lässt sich vom Aufsichtsrat ein gewisses Volumen an Aktienrückkäufen genehmigen und kauft die Aktien je nach Marktsituation und Einschätzung auf – oder auch nicht, wenn die Situation sich ändert. Die Vorzüge von Aktienrückkäufen sprachen sich in den folgenden Jahren herum und die Volumina begannen zu steigen. Andere Modelle der Kapitalherabsetzung – ein Aktienrückkauf ist genau genommen eine Kapitalherabsetzung – sind viel starrer und haben eine wesentlich längere Vorlaufzeit. Man will auch nicht jedes Jahr die Dividende 1:1 an die gerade vorherrschende Ertragssituation anpassen, weil viele Investoren eine stabile und langsam wachsende Dividende schätzen und nichts mehr fürchten als Dividendenkürzungen. Ein abgeblasenes Aktienrückkaufprogramm verursacht wesentlich weniger Wellen.

Doch was haben eigentlich Aktionäre davon, besonders diejenigen, die ihre Aktien gar nicht verkaufen wollen? Durch die Reduktion der ausstehenden Aktien erhöht sich für die verbleibenden Aktionäre der Anteil am Gewinn. Auch steuerlich hat das Vorteile: Es fallen weniger Dividendensteuern an, als wenn ein Unternehmen das verfügbare Cash nur über Dividenden ausschüttet.

### **Der Trend geht zu Rückkäufen**

Aktienrückkäufe sind sehr beliebt bei Aktionären. Der Powershares Buyback Achievers ETF investiert nur in US-Aktien, die zumindest 5% ihrer ausständigen Aktien zurückkaufen. Der ETF hat in den vergangenen fünf Jahren den S&P 500 um 4,1% pro Jahr outperformed. Eine auf hohe Dividendenrendite abzielende Strategie, wie beispielsweise der SPDR S&P Dividend ETF, war im selben Zeitraum nur 0,3% pro Jahr besser als der S&P 500.

Solche Trends sollte man immer mit Vorsicht genießen, denn nicht immer sind Aktienrückkäufe auch im langfristigen Interesse des Investors. Die wichtigste Frage dabei hat Warren Buffett gestellt: Ist der Kurs, zudem das Unternehmen eigene Aktien zurückkauft, niedriger als der faire Wert? Wenn nicht, dann sind Aktienrückkäufe eigentlich eine Vergeudung von Ressourcen.



Bild 2: Der Powershares Buyback Achievers ETF im Vergleich zum S&P 500 Index und dem SPDR S&P Dividend ETF. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung

Von einem Vorstandsvorsitzenden sollte man eigentlich erwarten können, dass er den Wert seines Unternehmens gut einschätzen kann und Aktien nur dann zurückkauft, wenn diese deutlich darunter handeln. In der Realität zeigt sich aber, dass die meisten Unternehmen Aktienrückkäufe hauptsächlich nach Liquiditätskriterien gestalten. Sprich, wenn viel Geld in die Kassen fließt, werden viele Aktien zurückgekauft. Das führt unweigerlich dazu, dass Aktienrückkäufe prozyklisch bei ansteigenden Kursen zunehmen. Kommt dann der Abschwung und fallen die Kurse, setzen die meisten Unternehmen auch ihre Rückkaufprogramme erst einmal aus.

Auch die Motivation hinter Aktienrückkaufprogrammen ist nicht immer besonders aktionärsfreundlich. Manchmal geht es einfach nur darum, den Aktienkurs anzuheben, um beispielsweise feindliche Übernahmen abzuwehren. Oder man kauft Aktien zurück, damit Aktienoptionen und andere Modelle der Managemententlohnung die Altaktionäre nicht verwässern.

### „Red Flags“ – potenzielle Gefahren für Aktionäre

Wie gesagt, geht es bei Aktienrückkäufen vor allem um den Kaufkurs im Verhältnis zum fairen Wert, will man den langfristigen Nutzen für den Aktionär bewerten. Der faire Wert ist natürlich schwer zu ermitteln, ein paar „Red Flags“ gibt es allerdings schon, die ein Aktionär beachten sollte. Zum Beispiel, wenn Aktien auf Pump zurückgekauft werden, sich also der Verschuldungsgrad des Unternehmens erhöht. Dazu ist es gar nicht nötig, dass das Unternehmen neue Schulden macht. Es genügt, wenn die Schulden gleich bleiben während das Eigenkapital durch die Rückkäufe sinkt, denn dann tragen die verbleibenden Aktionäre in einem höheren Maße an den Schulden.

Ein anderes Warnsignal ist es, wenn ein Unternehmen zu wenig freien Cashflow hat, um Dividenden und Aktienrückkäufe zu finanzieren. Dann muss es entweder mehr Schulden machen – was man unschwer in der Bilanz erkennen kann – oder es spart bei den Investitionen, was sich anhand der Jahresabschlüsse nur schwer feststellen lässt. Beides führt zu einer Überdehnung des Geschäftsmodells, die Risiken steigen und der Gewinn steht auf tönernen Füßen.

Schließlich kann ein Warnzeichen sein, dass die Gewinne über einen längeren Zeitraum nur mehr aufgrund von Aktienrückkäufen steigen, ohne diese aber sinken würden. Wenn ein Unternehmen genügend Cash hat, kann das eine Weile gut gehen. Sobald aber die Firma die Aktienrückkäufe drosseln muss, wirkt sich das ungleich heftiger auf den Aktienkurs aus.

Doch nicht jede „Red Flag“ ist ein eindeutiges Zeichen für imminente Probleme. Auf den Kontext kommt es an. Denkbar ist, dass manche Unternehmen ihre Kapitalbasis und Liquidität durch überzogene Rückkaufprogramme schädigen. Es ist auch fraglich, ob die meisten Rückkäufe wirklich zu einem sinnvollen Preis, d.h. einem Preis unter dem fairen Wert, gemacht werden. Andererseits kann es mangels attraktiver Verwendungsmöglichkeiten für überschüssiges Geld besser sein, ein Unternehmen kauft eigene Aktien zurück und gibt es damit de facto den Aktionären, als dass es sich auf riskante Übernahmen einlässt, deren langfristiger Nutzen (bzw. Schaden) mit Sicherheit noch viel schwieriger zu bestimmen ist als der eines Aktienrückkaufs.

Eine langfristige Unternehmensstrategie kann ohnehin nicht allein auf Aktienrückkäufen basieren. Nur wenige Firmen haben am laufenden Band überschüssige Cashflows und unzureichende Investitionsmöglichkeiten, die eine solche Strategie rechtfertigen würden. Vorstände, die mit dem ihnen zur Verfügung stehenden Cashflow auf Dauer nichts Besseres anzufangen wissen, als es in eigene Aktien zu stecken, zeichnen sich jedenfalls nicht gerade aus. Warren Buffett, der Aktienrückkäufe übrigens positiv sieht, hat in den vergangenen Jahren nur einmal Aktien von Berkshire Hathaway zurückgekauft. Auch das ist ein Signal: Ich finde noch immer lukrative Investitionsobjekte.

### **Zeichen einer Blase?**

In den USA wird das meiste Geld für Rückkaufprogramme ausgegeben. In den vergangenen 12 Monaten haben Apple, IBM, Exxon Mobile, Pfizer und Oracle von allen US-Unternehmen am meisten Aktien zurückgekauft und zusammen knapp 90 Milliarden US-Dollar dafür ausgegeben. Alle S&P-Unternehmen zusammen haben im gleichen Zeitraum mehr als eine halbe Billion US-Dollar in Aktienrückkäufe gesteckt. Das sind die höchsten Werte in den letzten Jahren, die nur noch von den Rekordwerten des Jahres 2007 übertroffen werden. Im Herbst 2007 haben Unternehmen des S&P 500 in der Spitze 600 Milliarden in Aktienrückkäufe gesteckt.

Den Boom bei Rückkaufprogrammen sehen viele als ein Zeichen einer Blase an den Aktienmärkten. Doch die bloßen Summen an Aktienrückkäufen sagen noch nichts über die bilanzielle Situation der Unternehmen, und die ist tatsächlich durchaus gut. In den Jahren nach der Finanzkrise haben die großen US-Unternehmen im S&P 500 nicht nur Aktien zurückgekauft und Dividenden gezahlt, sie führten auch ihre Verschuldung zurück und verringerten den Leverage – Schulden geteilt durch Eigenkapital – im Durchschnitt um 40%.

Und es blieb sogar noch Cash übrig. Die im S&P 500 gelisteten Aktiengesellschaften halten zusammen 4,2 Billionen US-Dollar an Cash – ein Rekordbetrag. Sechs Jahre nach der Finanzkrise erscheint das Horten so hoher Cashbestände nicht mehr als vernünftig und Aktionäre fordern ihren Anteil an dem Segen ein. Für viele Unternehmen stellt das aber ein Problem dar, da große Anteile dieses Cash-Schatzes eigentlich Gewinne ausländischer Tochterunternehmen sind, die sehr günstig versteuert wurden und nicht in die USA zurückgeführt (repatriert) werden dürfen, will man nicht eine erhebliche Steuernachzahlung riskieren.

Apple hat dieses Problem steuerschonend gelöst: Das Unternehmen nahm zusätzliche Schulden auf, um Rückkaufprogramme zu finanzieren und brauchte kein Geld aus dem Ausland repatriieren und nachversteuern. Dass sich dadurch die Verschuldungskennzahlen etwas verschlechtern ist angesichts der enormen liquiden Mittel bei diesem Unternehmen nicht wirklich problematisch.

In Europa sind Aktienrückkäufe weniger populär und die Volumina wesentlich geringer, was nicht zuletzt an der schlechteren Ertragsituation liegt. Aber global agierende europäische Unternehmen erwirtschaften ähnlich hohe Gewinne wie US-Firmen und die in eigene Aktien investierten Summen lassen sich durchaus sehen: BP, Royal Dutch, Novartis, Novo Nordisk, British American Tobacco, GlaxoSmithKline und Münchner Rückversicherung haben vergangenes Jahr zusammen fast EUR 19 Mrd. – umgerechnet USD 25 Mrd. – an eigenen Aktien zurückgekauft.

Ein besonders interessantes Thema ist Japan, wo Unternehmen schon seit vielen Jahren auf gewaltigen Geldreserven sitzen und sich lange gegenüber Zurufen von Investoren taub stellten, dieses Geld an sie zurückzuzahlen. Nun tut sich auch hier etwas und japanische Unternehmen, wie Nippon Telegraph (NTT), Toyota und Canon und andere, haben große Rückkaufprogramme ins Leben gerufen. Die bisher wenig aktionärsfreundliche Unternehmenskultur Japans scheint sich zu wandeln und die japanischen Unternehmen zapfen ihre horrenden Ersparnisse an, um den Aktienmarkt und das Investitionsklima zu beleben.

### **Aktienrückkäufe zur Gewinnsteigerung**

Für einige Unternehmen waren Aktienrückkäufe ein probates Mittel, um schwaches Gewinnwachstum zu kaschieren. Beispiel IBM: Während der Gewinn im Jahr 2013 um 0,7% sank, stieg der Gewinn pro Aktie dank Aktienrückkäufen um 3,7% an. Die Verschuldung des Unternehmens stieg zwar an, doch dem sehr guten Doppel-A-Rating hat das bisher noch keinen Abbruch getan.

Es gibt aber auch schlimmere Beispiele: Die US-Elektronikkette RadioShack kaufte trotz sinkender Gewinne und rapide steigender Verschuldung immer mehr eigene Aktien zurück und ist heute am Rande der Insolvenz. Bisher handelt es sich dabei noch um eine Ausnahme.

Es stimmt jedenfalls nicht, dass die meisten US-Unternehmen ihren Gewinn pro Aktie in den vergangenen Jahren nur durch Aktienrückkäufe steigern konnten. Über alle Aktien des S&P 500 gemessen war der Effekt aus Aktienrückkäufen auf das Gewinnwachstum eher vernachlässigbar, weil für jede zurückgekaufte Aktie auch wieder neue ausgegeben wurden und die Gesamtanzahl ausstehender Aktien in Summe kaum sank.

### **Fazit – Aktien bleiben im Fokus**

Unternehmen, die freies Cash lieber in eigene Aktien als in Wachstum investieren, signalisieren Ertragskraft und einen Mangel an lukrativen Investitionsmöglichkeiten in ihrem Kerngeschäft. In einer Welt, in der Unternehmen wieder rekordverdächtige Gewinne machen, während das allgemeine Wirtschaftswachstum schwach ist, mag dies eine adäquate Strategie sein. Dazu kommt, dass niedrige Zinsen die Aufnahme von Fremdkapital viel verlockender machen, der große Honigtopf ist also reichlich gefüllt.

Der Boom an Aktienrückkäufen in den vergangenen Jahren ist für sich gesehen jedenfalls kein Signal für eine spekulative Blase. Die Frage ist eher, ob der Unternehmenssektor die hohen Rückkäufe noch lange weiterführen kann bzw. möchte. Denn eines ist sicher: Dieser Honigtopf wird irgendwann ausgelöffelt sein. Entweder springt das Wachstum an und die Unternehmen wollen wieder mehr Geld mit Investitionen binden – das positive Szenario – oder die Gewinne beginnen zu sinken.

Noch ist nicht klar, in welche Richtung das Pendel letztendlich schwingen wird. Einige Analysten rechnen damit, dass das vorherrschende makroökonomische Umfeld – niedriges Wachstum, niedrige Zinsen, aber keine Rezession und kein signifikanter Abschwung bei den Unternehmensgewinnen – noch für einige Zeit anhält. Andere sehen aber auch die Gefahr steigender Unternehmenssteuern und ein generell weniger freundliches politisches Umfeld für Aktien. Das Rückschlagpotenzial für die Börsen ist also gegeben.

Die Schoellerbank empfiehlt trotz dieser Risiken eine prominente Beimischung von Aktien in der Vermögensallokation, da die Bewertung im Aktiensektor zwar hoch ist, verglichen mit Anleihen sind Aktien aber noch immer relativ günstig. Niedrige Zinsen und eine aggressive Geldpolitik bedeuten große Gefahren für Anleihegläubiger. Der langfristige, inflationsbereinigte Erhalt ihres Kapitals ist ohne Aktien undenkbar geworden.

Mag.(FH) Jakob Frauenschuh, CFA  
Asset Management  
Schoellerbank AG  
Tel. +43/662/86 84-2751

Rückfragen bitte auch an:  
Mag. Rolf Reisinger, Direktor  
Kommunikation und Public Relations  
Schoellerbank AG  
Tel: +43/662/86 84-2950  
5024 Salzburg, Schwarzstraße 32  
[rolf.reisinger@schoellerbank.at](mailto:rolf.reisinger@schoellerbank.at)

Diesen Text sowie weitere Presseinformationen finden Sie im Internet auf unserer [Presseseite](#)

Die Schoellerbank, gegründet 1833, ist eine der führenden Privatbanken Österreichs, die als Spezialist für anspruchsvolle Vermögensanlage gilt. Sie konzentriert sich auf die Kernkompetenzen Vermögensanlageberatung, Vermögensverwaltung und Vorsorgemanagement. Ihre Anlagephilosophie definiert sich über das Motto „Investieren statt Spekulieren“. Die Schoellerbank ist mit 12 Standorten und 315 Mitarbeitern die einzige österreichweit vertretene Privatbank. Sie verwaltet für private und institutionelle Anleger ein Vermögen von rund 9,1 Milliarden Euro. Die Schoellerbank ist eine 100%ige Tochter der UniCredit Bank Austria.  
Mehr Informationen unter: [www.schoellerbank.at](http://www.schoellerbank.at)

Diese Information ist eine **Marketingmitteilung**, keine Finanzanalyse, keine Anlageempfehlung und keine Anlageberatung. Sie enthält weder ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung, noch eine Aufforderung, ein Angebot zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung abzugeben. Diese Marketingmitteilung wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt auch nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Marketingmitteilungen können eine Anlageberatung nicht ersetzen. Ausschließlich bei Anlageberatungen kann die Schoellerbank die persönlichen Verhältnisse des Kunden (Anlageziele, Erfahrungen und Kenntnisse, Risikoneigung und finanzielle Verhältnisse) berücksichtigen, sowie eine umfassende und kundenspezifische Eignungsprüfung durchführen. Die Quellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt; wir übernehmen für die Vollständigkeit und inhaltliche Richtigkeit dieser Quellen aber keine Haftung. Weder die Schoellerbank AG, noch eines ihrer Geschäftsführungs-, Vorstand- oder Aufsichtsratsmitglieder, ihrer Angestellten oder sonstigen Personen übernimmt ausdrücklich oder stillschweigend die Haftung für Schäden, die im Zusammenhang mit der Verwendung der vorliegenden Informationen entstehen.

Sämtliche in der vorliegenden Information enthaltenen Schätzungen oder Werturteile sind das Resultat einer unabhängigen Einschätzung unserer Finanzanalysten. Sie geben unsere Überzeugung zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Erklärung der Analysten: Die Entlohnung der Verfasser hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder Sichtweisen, die in den vorliegenden Informationen geäußert werden, zusammen. Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ ausgehändigt werden.