

Unternehmen

Aktienrückkäufe ziehen wieder an

SCHWEIZ Im internationalen Vergleich spielt der Erwerb eigener Titel in der Schweiz keine grosse Rolle. Kurzfristig zeichnet sich eine Zunahme ab.

EFLAMM MORDRELLE

Maximal eine Million eigene Aktien will die Baloise bis April 2017 zurückkaufen. Dies hat die Versicherung am Donnerstag mitgeteilt. Es ist ein Zeichen, dass die Basler auf viel Liquidität sitzen und nicht wissen, wie sie sie sinnvoll in das eigene Geschäft investieren sollen. Das Programm der Baloise deutet auf einen Trend hin. Zahlreiche Schweizer Unternehmen verfügen historisch gesehen über grosse Cash-Bestände, die sie mangels Alternativen an die Aktionäre zurückführen möchten.

In den USA werden traditionell Aktienrückkäufe der Dividendenausschüttung vorgezogen. In der Schweiz ist es umgekehrt. Die Dividende ist der Favorit. Die Anzeichen mehren sich jedoch, dass auch hier, zumindest kurzfristig, vermehrt auf den Aktienrückkauf zurückgegriffen wird. Etliche Schweizer Unternehmen haben Programme aufgelegt. Darunter auch SMI-Schwergewichte wie Novartis, Nestlé und ABB (vgl. Tabelle).

Etabliertes Instrument

Der Aktienrückkauf ist besonders in den USA verbreitet. Europäische und Schweizer Unternehmen greifen weniger darauf zurück. In der Vergangenheit haben Unternehmen eher in Haussephasen eigene Aktien zurückgekauft als in einer Baisse. Sie handeln prozyklisch. Sogar im traditionell renditearmen japanischen Markt schafft die Regierung derzeit Anreize, die Aktienrückkäufe begünstigen.

In Konkurrenz zum Aktienrückkauf steht traditionell die Dividende. Ihre Vorzüge sind klar: regelmässiges Einkommen und ein deutliches Zeichen der finanziellen Stärke. Für Jacques Henry, Aktienstrategie bei der Bank Pictet, ist die Dividende auch als Konzept für den Investor einfacher zu begreifen als der Aktienrückkauf. «Die Dividende sendet ein klareres Signal des Vertrauens», sagt er. Der Aktienrückkauf muss erklärt werden. Auch deshalb erhält er in der Schweiz weniger Aufmerksamkeit, die Vorzüge werden aber durchaus erkannt.

André Kistler, Chefstrategie beim Vermögensverwalter Albin Kistler, sieht Rückkäufe als «eine sinnvolle Art, überschüssiges Kapital an die Aktionäre zurückzuführen, wenn daraus eine Gewinnverdichtung resultiert».

Die Gewinnkonzentration und der damit meist einhergehende Kursanstieg der Aktie (Kapitalgewinn) sind steuerlich vorteilhafter als die Dividende, die in der Schweiz voll dem Einkommen zugerechnet und entsprechend besteuert wird. Eine Ausnahme bildet die Ausschüttung aus Kapitaleinlagen, die steuerbefreit ist. Besonders aus Unternehmenssicht bietet der Aktienrückkauf zahlreiche Vorzüge, die über rein steuerliche Aspekte hinausgehen (vgl. Kasten).

sellschaften aus, die 2014 Aktien zurückgekauft haben. Die Dividendenausschüttungen betragen lediglich 2%. Im Februar 2015 wurden gemäss Trimtabs Investment Research Programme in Höhe von über 104 Mrd. \$ angekündigt, so viel wie seit Juli 2006 nicht mehr (99,8 Mrd. \$). Im vergangenen Jahr wurden im US-Markt Aktien im Gesamtwert von 514 Mrd. \$ erworben. Das ist zwar noch deutlich weniger als im Rekordjahr 2007 (810 Mrd.). Geht es jedoch im selben Tempo weiter – 3,4 Mrd. \$ pro Tag –, könnte dieses Jahr ein neues Höchst erreicht werden (vgl. Chart 2).

Laufende Aktienrückkaufprogramme (SIX)

	Programmstart	Programmeende	Volumen bei Ausgabe (Mio. Fr.)	Handelslinie	Max. % des Aktienkapitals bei Ausgabe
Baloise (2015)	16.4.15	13.4.17	130	Separat	2,0
Actelion (2015)	9.4.15	6.4.18	1175	Separat	8,8
Micronas Semiconductor (2015)	3.3.15	30.12.16	17	Ordentlich	10,0
SGS (2015)	29.1.15	30.12.16	750	Ordentlich	5,6
Sonova (2014)	1.12.14	30.11.17	500	Separat	5,1
Adecco (2014)	13.11.14	10.11.17	250	Separat	2,6
HBM Healthcare Investments (2014)	3.11.14	19.6.17	73,2	Separat	10,0
Castle Alternative Invest (2014)	2.10.14	29.9.17	10	Separat	5,3
ABB (2014)	16.9.14	30.6.16	3900	Separat	7,6
Nestlé (2014)	25.8.14	30.12.15	8000	Separat	3,5
Bravofly Rumbo Group (2014)	17.9.14	16.4.16	10	Ordentlich	4,4
Compagnie Financière Richemont (2014)	16.5.14	15.5.17	900	Ordentlich	1,7
Geberit (2014)	30.4.14	5.4.16	533	Separat	5,0
Forbo (2014)	29.4.14	27.4.17	90	Separat	10,0
GAM (2014)	28.4.14	27.4.17	105	Separat	10,0
Logitech international (2014)	25.4.14	24.4.17	243	Ordentlich	10,0
Novartis (2014)	26.2.14	26.2.17	10 000	Separat	3,6
Actelion (2013)	9.12.13	8.12.16	720	Ordentlich	8,3
Syngenta (2013)	25.7.13	22.7.16	3619	Separat	10,0
Castle Private Equity (2013)	3.6.13	30.5.16	82	Separat	15,6
Alpine Select (2013)	29.4.13	GV 2015	19	Separat	9,7
Transocean (2013)	10.6.13	23.5.16	3500	Separat	11,0
Schindler (2013)	3.1.13	31.12.15	1400	Separat	9,5

Quelle: Übernahmekommission, FuW

Gemäss Jacques Henry ist in Europa im Vergleich zu den USA eine gewisse «Trägheit» zu beobachten. Entsprechend ist der Anteil Aktienrückkäufe im britischen FTSE-100-Index und im Stoxx-Europe-600-Index deutlich tiefer als im US-Markt, er befindet sich aber in einem leichten Aufwärtstrend. Der Volumenanteil von Aktienrückkäufen zur Marktkapitalisierung bei Schweizer Blue Chips ist mit knapp über 1% tief. Nur der japanische Markt weist mit 0,6% ein noch tieferes Verhältnis aus (vgl. Chart 1).

Sonderfall USA

Von den zwanzig Unternehmen im SMI kaufen derzeit acht eigene Aktien zurück. In den USA dagegen sind es fast alle Blue Chips. Das Rückkaufvolumen macht gemäss Zahlen der Bank Pictet rund 3,3% der Marktkapitalisierung der S&P-500-Ge-

Trotzdem sind Rückkäufe in den USA nicht unumstritten. Jüngst äusserte Larry Fink, Chef des Vermögensverwalters BlackRock, in einem offenen Brief seine Besorgnis über das hohe Niveau an Rückkäufen und Dividenden in den USA. Das verheisse wenig Gutes für die langfristigen Wachstumsaussichten.

Auch Investorenlegende Warren Buffett hat sich schon im Geschäftsbericht aus dem Jahr 1999 skeptisch gegenüber Aktienrückkäufen geäussert. Er findet sie nur dann sinnvoll, wenn ein Unternehmen unter dem Substanzwert gehandelt wird, sonst seien sie nur ein Mittel, um den Aktienkurs künstlich in die Höhe zu treiben und Zuversicht zu verströmen.

Potenzial in der Schweiz

«Die Aktienrückkauf-Kultur ist auch in der Schweiz auf dem Vormarsch», meint der Chefstrategie der VP Bank, Bernd Hartmann. Es sei ein Trend, der langsam aus dem US-Markt überschwappe. In den Zahlen ist diese Entwicklung auf den ersten Blick nicht festzustellen. Seit 2012 nimmt das Verhältnis von Aktienrückkäufen zu Marktkapitalisierung der Unternehmen ab (vgl. Chart 3).

Dieser Rückgang muss jedoch relativiert werden. Einerseits sind die Aktienkurse und damit die Marktkapitalisierung der Unternehmen deutlich gestiegen. Andererseits ist der starke Rückgang 2011 und 2012 auf das Auslaufen von Programmen der Indexschergewichte Credit Suisse und Nestlé zurückzuführen. Wegen der geringen Anzahl Unternehmen, die im SMI zurückkaufen, können einzelne Programme überproportional ins Gewicht fallen. Absolut gesehen hat die Anzahl neu aufgelegter Programme von vierzehn im Jahr 2013 auf zwanzig 2014 zugenommen. Im laufenden Jahr wurden bislang fünf neue Programme aufgelegt.

Bernd Hartmann sieht kurzfristig Potenzial für weitere Rückkäufe. Unternehmen wie DKSH und OC Oerlikon haben viel Liquidität, hohen freien Cashflow und wenig Kapitalinvestitionen – drei Kriterien, die gemäss VP Bank auf einen bevorstehenden Aktienrückkauf hindeuten können. Für die lange Frist ist Hartmann jedoch zurückhaltend. Das sich abflachende Gewinnwachstum schränke den Spielraum für weitere Zunahmen ein.

Vorteil Flexibilität

Aktienrückkäufe sind ein effektives Instrument, um die Kapitalstruktur eines Unternehmens – also das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital – zu verändern. **Durch Aufkauf und anschliessender Vernichtung von Aktien reduziert sich das Eigenkapital.** Durch Verminderung der Anzahl Aktien nimmt der Gewinn pro Titel zu, Aktionäre profitieren von einer Gewinnverdichtung. Die Reduktion des Eigenkapitals hat auch eine Erhöhung der Eigenkapitalrendite zur Folge.

Diese Renditezunahme wird aber durch ein erhöhtes Risiko wegen des kleineren Eigenmittelpolsters erkauf. Aktienrückkäufe können auch eingesetzt werden, um den Kursverlauf temporär zu beeinflussen, etwa weil gewisse Vergütungskomponenten des Managements an die Kursentwicklung gebunden sind. Wegen der niedrigen Zinsen sind durch Fremdkapital finanzierte Rückkäufe zunehmend beliebt.

Der grösste Vorteil des Aktienrückkaufs gegenüber der Dividendenaus-schüttung ist dessen Flexibilität. Die Unternehmensführung kann sowohl Volumen wie Zeitraum des Rückkaufs bestimmen und verpflichtet sich in der Regel nicht, die im Emissionsprospekt definierten Maximalvorgaben auszuschöpfen. Ein Rückkaufprogramm kann, falls notwendig, ohne grössere negative Auswirkungen unterbrochen oder ausgesetzt werden.

Auch die Abwicklung des Aktienrückkaufs kann flexibel gestaltet werden.

Üblich ist ein öffentliches, direktes Rückkaufangebot an die Aktionäre. Ebenfalls verbreitet ist der direkte, freie Aktienrückkauf über die Börse im ordentlichen Handel oder über eine separate, zweite Handelslinie. Der blockweise Rückkauf von verkaufswilligen Grossaktionären ist eine weitere Spielart.

EM