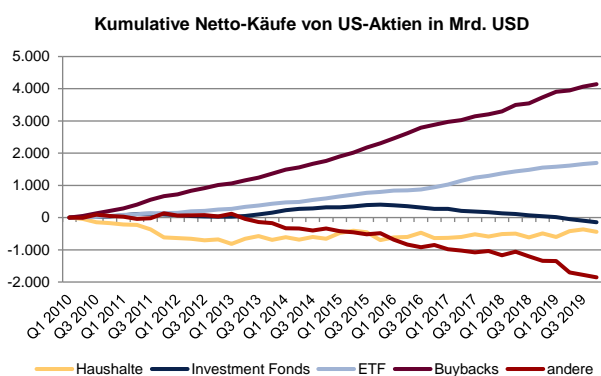


## ABNEHMENDE RÜCKKÄUFE BELASTEN DEN US-AKTIENMARKT

Der US-amerikanische Aktienmarkt hat in den letzten zehn Jahren alle anderen Aktienmärkte in den Schatten gestellt. Ein wichtiger Stützpfeiler der Outperformance gegenüber dem Rest der Welt waren Aktienrückkaufprogramme. Begünstigt wurden sie von einem immer weiter sinkenden Zinsniveau, was die Ablösung von Eigen- durch Fremdkapital attraktiver machte. Im Ergebnis hat jedoch die Bilanzqualität vieler US-Unternehmen deutlich gelitten, wodurch sie anfälliger für Krisen und Liquiditätsengpässe geworden sind. Das Corona-Virus legt diese Schwäche nun schonungslos offen. Die Ankündigungen vieler US-Unternehmen, pandemiebedingt ihre Rückkaufprogramme zunächst auf Eis zu legen, dämpft die Hoffnungen auf eine rasche Kurserholung am US-Aktienmarkt.

In den vergangenen zehn Jahren hat der US-amerikanische Aktienmarkt mit seiner Wertentwicklung alle anderen Aktienmärkte in den Schatten gestellt. Seit den Tiefs der Finanzmarktkrise konnte der S&P 500 inklusive Dividenden über 340 Prozent zulegen. Dagegen erscheinen die Zuwachsraten im europäischen Stoxx 600 oder dem Schwellenländerindex MSCI Emerging Markets mit gut 120 bzw. 130 Prozent fast bedeutungslos. Zum einen war für die Outperformance das hohe Gewicht von Technologieaktien in den USA entscheidend, die in der letzten Dekade einen besonders starken Boom verzeichneten. Zum anderen spielte aber ein weiterer Unterstützungsfaktor eine entscheidende Rolle, und zwar **Aktienrückkaufprogramme, die auch Buybacks genannt werden.**



Mit einer Ausschüttungsrendite von 2,7 Prozent im letzten Jahr sind Buybacks vor den Dividenden (1,8 Prozent) die bevorzugte Variante zur Cash-Ausschüttung in den USA. Seit 2010 floss etwa **die Hälfte des Free Cash Flow der US-Unternehmen in Aktienrückkäufe.** Das besondere Umfeld aus immer weiter sinkenden Zinsen hat das Instrument so attraktiv werden lassen, dass die Unternehmen selbst zu den größten Nettokäufern ihrer eigenen Aktien geworden sind. Finanziert wurden die Aktienrückkäufe oft durch die **Aufnahme von Fremdkapital.**

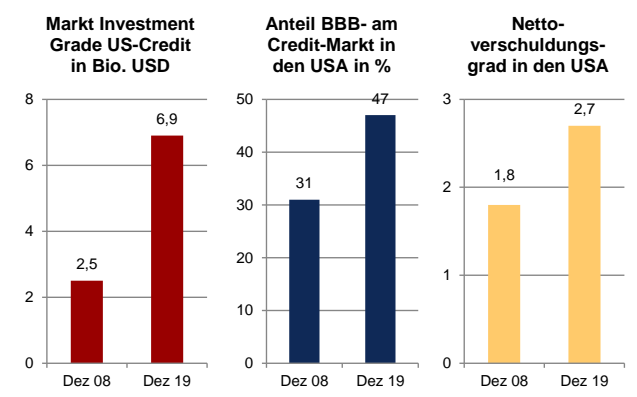
Aktienrückkäufe stützen den Aktienmarkt gleich dreifach. Erstens kaufen Unternehmen ihre eigenen Aktien gerne bei relativ niedrigen Kursen. Wenn die Unsicherheit groß ist, kommt über die Aktienrückkäufe eine bedeutende Nachfrage in den Markt, die die Kursverluste abmildert. Zudem demonstrieren die Käufe eigener Aktien eine hohe Konfidenz in das eigene Geschäftsmodell. Zweitens wirken sich die Rückkäufe besonders im Umfeld der letzten Jahre positiv auf die **Eigenkapitalrendite** aus, wenn sie mit immer günstigerem Fremdkapital finanziert werden. Ein sinkendes Zinsniveau impliziert, dass Eigenkapital durch Fremdkapital ersetzt werden kann, ohne dass hierdurch die Gesamtzinsbelastung steigen muss. Das heißt, es entsteht kein zusätzlicher Negativeffekt auf den Gewinn. Damit kann selbst bei stagnierenden Gesamtgewinnen aufgrund der geringeren Eigenkapitalbasis eine Zunahme des Return on Equity erreicht werden. Drittens sorgen Aktienrückkäufe in der Regel für **höhere Gewinnwachstumsraten pro Aktie** im Vergleich zur Gesamtgewinnentwicklung der Unternehmen. Wenn aus den oben genannten Gründen der Gewinn gehalten oder gesteigert werden kann, sorgen Buybacks dafür, dass sich die Gewinne auf eine geringere Anzahl von Aktien verteilen. So können selbst bei stagnierenden Gesamtgewinnen Steigerungsraten auf der Anteilsscheinebene ausgewiesen werden. Ein Blick auf das Gewinnwachstum über die letzten fünf Jahre verdeutlicht die Unterschiede. Während die Gesamtgewinne der Unternehmen im S&P 500 um ca. 6,5 Prozent pro Jahr zulegen konnten, betrug das jährliche Wachstum pro Anteilsschein sogar knapp acht Prozent.

In naher Zukunft dürfte der wichtige **Unterstützungsfaktor** Buybacks jedoch zumindest **teilweise wegfallen.** Hierfür sprechen zum einen die aktuelle Krisenlage wegen des Corona-Virus, aber auch die generelle Bilanzsituation vieler Unternehmen.

Eine Vielzahl von Unternehmen hat in den letzten Wochen aufgrund der weltweiten Pandemie-Krise angekündigt, ihre **Aktienrückkaufprogramme auf Eis** zu legen. Zu diesen teils noch freiwilligen Ankündigungen kommen harte **Restriktionen** für diejenigen Unternehmen hinzu, die infolge des Covid-19-Ausbruchs den zwei Billionen US-Dollar schweren Rettungsschirm der US-Regierung in Anspruch nehmen. Um Hilfskredite zu bekommen, müssen sich die Unternehmen verpflichten, Aktienrückkaufprogramme bis mindestens ein Jahr nach Tilgung der erhaltenen Summen auszusetzen. Mit diesen Restriktionen soll ein politisches Signal gesendet werden, denn viele der jetzt in Schwierigkeiten geratenen Unternehmen waren in der Vergangenheit besonders großzügig bei der Verwendung ihrer freien Liquidität für Aktienrückkäufe. So haben beispielsweise US-Airlines in den letzten Jahren ca. 42,5 Mrd. US-Dollar für Buybacks ausgegeben, was mehr als 90 Prozent der Free Cash Flows entsprach. Aktuell fordert die Branche Hilfskredite von ca. 50 Mrd. US-Dollar.

Doch auch ohne die starken Einflüsse des Corona-Virus auf die Liquiditätssituation vieler US-Unternehmen wäre die weitere Durchführung massiver Buyback-Programme in Zukunft immer schwieriger geworden. Die oft über Fremdkapital finanzierten Aktienrückkäufe haben die **Bilanzqualität vieler Unternehmen so stark verschlechtert**, dass sie auch ohne das Virus bald an ihre Grenzen gekommen wären. Ab einem gewissen Punkt muss die schwächere Bilanzqualität über steigende Risikoaufschläge bezahlt werden. In den letzten Jahren war noch das Gegenteil zu beobachten. So gingen die Spreads auf Unternehmensanleihen und die

Eigenkapitalrisikoprämien in den USA weiter zurück bzw. blieben konstant. Der aktuelle Schock dürfte aber das **Risikobewusstsein auf der Anlegerseite wieder deutlich erhöht** haben.



Besonders der hohe Anteil von Unternehmen im Rating-Bereich BBB-, die **kurz vor der Abstufung ins High Yield-Segment** stehen, stellt ein Problem dar. Zwar hat die US-Notenbank mit umfangreichen Programmen reagiert, um etwas Druck vom Anleihemarkt zu nehmen. Größere Aktienrückkaufprogramme sind aber gerade von Unternehmen in den niedrigeren Bonitätssegmenten in naher Zukunft nicht zu erwarten.

Insgesamt sollte sich die **Buyback-Aktivität** am US-Aktienmarkt gerade im Vergleich zur jüngeren Vergangenheit **deutlich abschwächen**. Damit fällt ein wichtiger Unterstützungsfaktor weg, der über die letzten zehn Jahre mitverantwortlich für die Outperformance von US-Aktien war.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319  
 Erik Baas, CFA (ebaas@marcard.de), Björn Block (bblock@marcard.de)

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de  
 © Copyright 2020

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

**Haftungsausschluss**

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren. Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.