

Intelligente Kapitalverwendung



Die Entscheidungen, die ein Unternehmen bei der Allokation seiner Ressourcen trifft, können den Wert des Unternehmens steigern, schlimmstenfalls aber auch sein Überleben gefährden. Die folgende Analyse will einen vertieften Einblick in die Möglichkeiten vermitteln, die der Geschäftsleitung in Bezug auf die Kapitalallokation zur Verfügung stehen. Zudem legen wir dar, welche davon wir für unsere Firmen bevorzugen.



Ein Unternehmen besteht im Kern aus einer Gruppe von Individuen, die dank vielfältiger Begabungen und Fertigkeiten gemeinsam mehr Wert schaffen können, als wenn sie allein agieren würden. Wenn dieses Unternehmen rentabel ist, kann die Schaffung von Wert zu überschüssigem Kapital führen. Wir definieren dieses als das Geld, das vom Unternehmen über das hinaus erwirtschaftet wird, was es zur Aufrechterhaltung seines Betriebs benötigt. Für die Verwendung dieser überschüssigen Mittel bieten sich unterschiedliche Möglichkeiten an. In dieser Analyse untersuchen wir diese und zeigen auf, wann diese den Wert eines Unternehmens weiter steigern und wann sie diesen zerstören können.

Beginnen wir mit einem Überblick über die Optionen, die sich einem Management eröffnen, sobald ein Unternehmen die Rentabilität erreicht hat. Wir basieren unsere Analyse auf der Annahme, dass die Rentabilität nur erreicht wird, wenn faire Gehälter bezahlt werden und bereits Initiativen zur Abfallreduzierung, Qualitätsverbesserung, erhöhten Kundenzufriedenheit oder zur generellen Optimierung des Alltagsgeschäfts in die Wege geleitet worden sind. Mit anderen Worten: Bei einem solchen Unternehmen handelt es sich nicht mehr um ein Start-up. Überschüssiges Bargeld ist daher wirklich Extra-Cash, das nicht mehr für den Betrieb des Unternehmens benötigt wird.

Das Management könnte diese zusätzlichen Ressourcen einsetzen, um das Geschäft weiter auszubauen, was in einem Markt sinnvoll sein kann, in dem die Grösse des Unternehmens zu Wettbewerbsvorteilen führt. Es könnte also seine Produktionskapazitäten erhöhen, neue Ladenfläche eröffnen oder – wie wir es häufig in der IT-Branche sehen – ein anderes Unternehmen erwerben, um Synergien zu schaffen oder in den Besitz von Patenten oder technologischem Know-how zu kommen. Eine zweite Option der Kapitalverwendung könnte darin bestehen, die überschüssigen Mittel dazu zu verwenden, die Schuldenlast des Unter-

nehmens zu verringern. Durch die Reduktion der Verschuldung verringert das Unternehmen seine Abhängigkeit von Banken und Kapitalmärkten. Als dritte Option könnte ein Unternehmen beschliessen, einen Teil der Gewinne an seine Aktionäre auszuzahlen. Die beiden herkömmlichen Methoden dafür sind die Zahlung einer Dividende und der Rückkauf eigener Aktien. Schliesslich kann sich das Unternehmen als vierte Option dafür entscheiden, die überschüssigen Barmittel einfach in seiner Bilanz zu behalten. Diese Optionen schliessen sich gegenseitig nicht aus. Vielmehr wählen die meisten Unternehmen jeweils eine Kombination davon. Somit besteht die entscheidende Aufgabe für das Management darin, das Bargeld auf die verschiedenen Optionen zu verteilen. In der Wissenschaft wird dies als Auszahlungspuzzle bezeichnet.

- 1. Reinvestieren ins Geschäft**
- 2. Reduktion Verschuldung und geringere Abhängigkeit vom Kapitalmarkt**
- 3. Dividendenauszahlungen an Aktionäre und Aktienrückkäufe**
- 4. Cash in der Firma behalten**

Beginnen wir mit Option 4: «Cash wird in der Firma behalten». Für ein Unternehmen kann es sinnvoll sein, einfach eine solide Menge an Bargeld in seiner Bilanz zu halten. Damit verfügt es über eine der besten Schutzmassnahmen gegen unliebsame Überraschungen. Denken Sie nur an das Jahr 2019 zurück. Hätten Sie die Corona-Pandemie kommen sehen? Diese Pandemie hat uns daran erinnert, dass wir eine ganze Reihe von Zukunftsszenarien modellieren können, die einzige sichere Entwicklung aber sein wird, dass unsere Vorhersagen falsch sein werden. Angesichts solcher Unsicherheiten ist es besser, wenn Unternehmen

eine konservative Kapitalstruktur aufrechterhalten, was ihnen Reaktionszeit sowie Unabhängigkeit vom Kapitalmarkt sichert und damit vielfältige Handlungsoptionen offenhält. Der Wert eines Cash-basierten Sicherheitspuffers ist quantitativ schwer zu berechnen, aber konzeptionell einfacher zu verstehen, wie das folgende Beispiel kurz zeigt.

Als Reaktion auf COVID-19 waren Unternehmen ohne ausreichendes Kapitalpolster gezwungen, Kosten zu senken, wo immer dies möglich war. Viele mussten ihre Marketingausgaben stark reduzieren oder gar ganz streichen. Folglich sank der CPM-Preis (Cost Per Mille) rapide. Dieser Standardwert wird in der Werbung verwendet und widerspiegelt den Preis, der zu bezahlen ist, damit eine bestimmte Anzeige 1'000 Aufrufe oder Impressionen erhält. Im Juli 2020 sind die Kosten für TV-Werbung in Grossbritannien im Vergleich zum Vorjahr um etwa 50% gesunken. Mit anderen Worten: Unternehmen konnten die gleiche Reichweite zum halben Preis kaufen. Wer über den Vorteil einer ausreichenden Liquiditätsversorgung verfügte, dem bot dies eine grosse Marktchance. Wenn das Unternehmen über ein Liquiditätspolster verfügte, dank dem es sich – trotz aller Unsicherheiten der Pandemie – auf der sicheren Seite fühlen durfte, konnte es die Marketingausgaben aufrechterhalten. Auf diese Weise vermochte es sich zu ungewöhnlich günstigen Konditionen Werbemöglichkeiten zu sichern, was zu einer höheren Präsenz in der Öffentlichkeit (bei gleichbleibendem Mitteleinsatz), zu einer erhöhten Markenbekanntheit und letztendlich zu einem potenziellen Gewinn von Marktanteilen gegenüber Wettbewerbern führte.

Ebenso erlaubte die Fähigkeit, in der Krise das bestehende Forschungs & Entwicklungs-Niveau aufrechtzuerhalten, einen schnelleren technologischen Fortschritt im Vergleich zu den Wettbewerbern, die unter Umständen in diesem Bereich massiv Kosten senken mussten. Schwache Märkte bieten auch Gelegenheit

für strategische Akquisitionen zu tiefen Preisen. Aufgrund der insgesamt negativen Stimmung an der Börse ist es deutlich günstiger, ein Unternehmen zu kaufen, wenn dessen Kurs gesunken ist. Wenn ein Unternehmen über überschüssige Barmittel verfügt, kann es folglich schnell handeln und seine Chancen verbessern, eine Firma oder Assets mit einem Abschlag zu erwerben.

Diese Beispiele verdeutlichen, warum wir Unternehmen in unserem Deep Research Fund bevorzugen, die mehr Barmittel halten, als für das tägliche Geschäft und den kurzfristigen Betrieb erforderlich ist. Unserer Meinung nach überwiegen die Vorteile, die zusätzliches Kapital in Krisenzeiten oder für überraschende Geschäftsmöglichkeiten darstellt, die Opportunitätskosten für das Halten von Bargeld in guten Phasen.

Von der Werterhaltung und sogar Wertschöpfung kommen wir nun zu der unerfreulichen Situation, in der das Management Wert vernichtet, indem es Geld für unnötige Dividendenzahlungen und/oder Aktienrückkäufe einsetzt. Mit anderen Worten: Es handelt sich um die ineffiziente Nutzung von Option 3 «Auszahlung an die Aktionäre durch Aktienrückkäufe oder Dividenden».

Wenn Unternehmen ihr Wachstumspotential ausgeschöpft haben und einen Punkt in ihrem Entwicklungsprozess erreicht haben, an dem das erwirtschaftete Geld nicht mehr organisch mit einer zufriedenstellenden Rendite reinvestiert werden kann, beginnen sie normalerweise dieses Geld an die Aktionäre zurückzugeben. Das Konzept ist tief in der Theorie verwurzelt, dass ein Projekt nicht realisiert werden sollte, wenn damit eine tiefere Rendite als die Kapitalkosten generiert würde. Da Bargeld – insbesondere in den letzten Jahren – eine sehr geringe Rendite aufwies, legt diese Theorie nahe, dass es an die Aktionäre zurückgegeben werden sollte. Allerdings stellen sich dabei mehrere Probleme. Eines davon entsteht, wenn die Aus-

schüttungspolitik nicht mehr flexibel ist, sondern zu einer fixen Erwartungshaltung der Aktionäre führt, dass die Dividendenzahlung konstant bis zum Ende der Existenz des Unternehmens weitergeführt werden soll. Eine konstante Ausschüttung kann zu einem falschen Sicherheitsgefühl führen, sodass Anleger anfangen, diese Dividendenaktien als Anleihen zu betrachten. Viele Anleger geraten irrational in Panik, wenn Unternehmen ihre Dividenden eines Tages plötzlich trotzdem kürzen, weil der Betrieb nicht mehr in der Lage ist, ausreichend Cash zu generieren, um die Dividendenausschüttung aufrecht zu erhalten. Dabei wäre es klüger, wenn Investoren von einem Unternehmen verlangen, keine Dividende mehr zu zahlen, wenn dieses Projekte zur Verfügung hat, deren Kapitalrendite über den Kapitalkosten des Unternehmens liegen.

Ein Unternehmen, das die Zinsen seiner Anleihen nicht zahlt, gilt als zahlungsunfähig. Aber Unternehmen, die die Dividendenzahlung einstellen, haben möglicherweise einfach eine bessere Investitionsmöglichkeit. Ist ein Unternehmen an einem Punkt seiner

Entwicklung angelangt, an dem gute Reinvestitionsmöglichkeiten schwierig zu finden sind, so denkt es oft daran, einen Teil seiner Gewinne an die Aktionäre zurückzugeben. Das erscheint logisch. Doch die Wettbewerbslandschaft, in der das Unternehmen tätig ist, kann sich ändern, so dass das Unternehmen reagieren und sich anpassen muss. Neue Technologien können entstehen oder die Kundenpräferenzen sich ändern, was dem Unternehmen die Möglichkeit bietet, höhere Einnahmen zu erzielen. Zu diesem Zweck muss das Unternehmen möglicherweise wieder Kapital investieren und darum seine Dividendenzahlungen jederzeit senken können. War es richtig, dass Nokia beim Erscheinen des ersten iPhones weiterhin eine Dividende ausbezahlt hat? Wäre es nicht sinnvoller gewesen dieses Kapital in die Forschungs- & Entwicklungs-Anstrengungen zu stecken, um den neuen Produkten von Apple mit eigenen neuen Angeboten entgegenzutreten?

Abbildung 1: AT&T Vergleich der bezahlten Dividenden und aufgenommenen Schulden seit 2005
(in Mio USD)

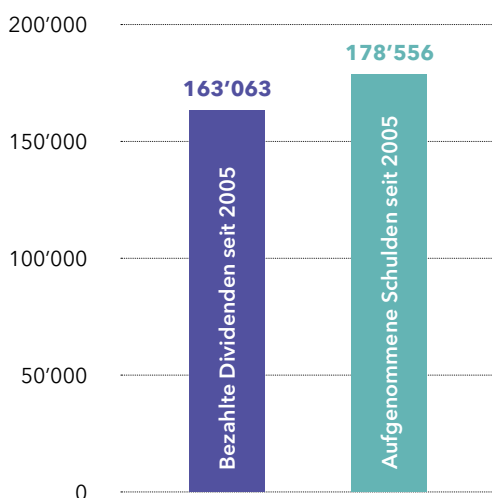
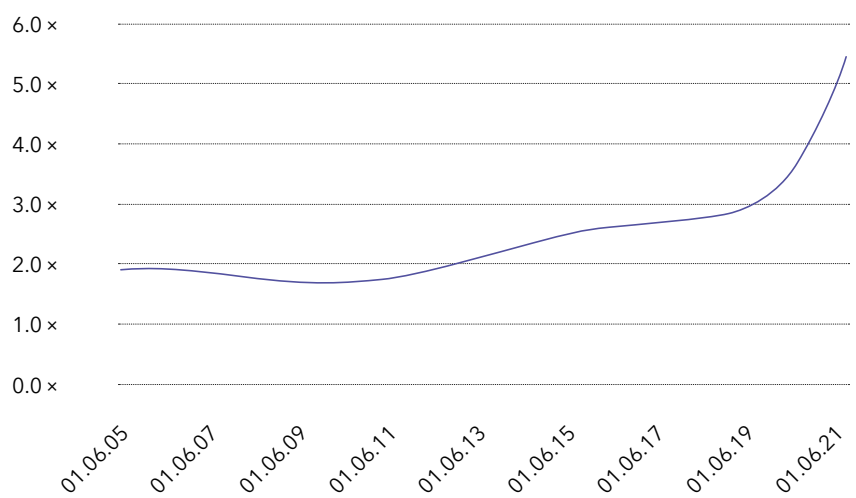


Abbildung 2: T&T Entwicklung der Verschuldung von 2005 bis 2021
(gemessen an Nettoschulden / EBITDA)



Wo die Mittel fehlen können Dividenden auch durch die Emission von Schuldtiteln finanziert werden, was zu einer Erhöhung der Verschuldung des Unternehmens führt. Wäre es in diesem Fall nicht vorteilhafter, die Dividenden zu senken oder ganz darauf zu verzichten? Warum die Abhängigkeit vom Kapitalmarkt erhöhen nur um eine Dividende zu bezahlen? Es ist überraschend, wie oft Manager anfangen, ihre Unternehmen mit Schulden zu belasten aus Angst, bestimmte Aktionäre mit einer Dividendenkürzung zu enttäuschen.

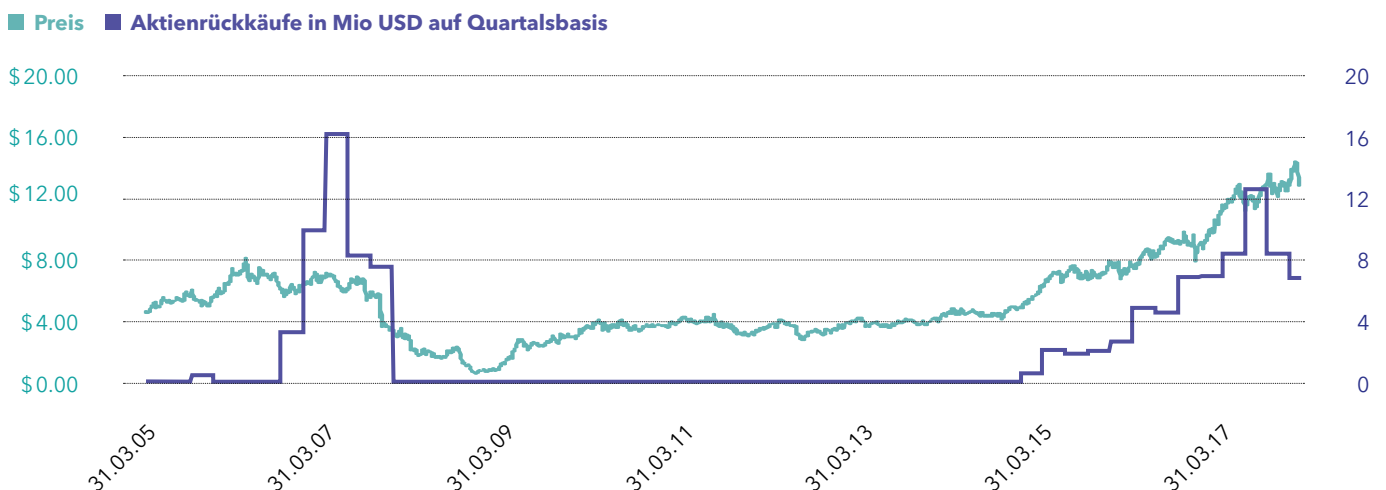
Als Beispiel nehmen wir das US-Telekommunikationsunternehmen AT&T. Abbildung 1 zeigt den Gesamtbetrag der seit 2005 ausgeschütteten Dividenden im Vergleich zu den im gleichen Zeitraum aufgenommenen Fremdmitteln. Das Unternehmen verschuldete sich zusätzlich mit 178,5 Mrd. USD und zahlte 163,1 Mrd. USD an Dividenden aus. Die ausgeschütteten Dividenden widerspiegeln also nicht den Geschäftsgang von AT&T, weil das Management diese ja fremdfinanziert hat. Aber Schulden haben ihren Preis. Die Kapitalstruktur von AT&T verschlechterte sich deutlich. In Dia-

gramm 2 zeigen wir das Verhältnis, das bei AT&T zwischen Nettoverschuldung und Betriebsgewinn (hier als EBITDA betrachtet) besteht.

AT&T hat sein Verschuldungsprofil kontinuierlich verschlechtert. Heute würde das Unternehmen etwa 5 Jahre brauchen, um seine Schulden zurückzuzahlen, verglichen mit etwa 2 Jahren im Jahr 2005. Dies hat wiederum Einfluss auf die Bereitschaft der Banken, AT&T mehr Geld zu leihen, Einfluss auf den Zinssatz, den sie verlangen, und Einfluss auf die Kreditwürdigkeit des Unternehmens. All das wirkt sich negativ auf die finanzielle Flexibilität und die strategischen Optionen des Unternehmens aus.

Eine ähnliche Diskussion kann über Aktienrückkäufe geführt werden. Obwohl der Rückkauf von Aktien gemäss unserer Erfahrung opportunistischer erfolgt als Dividendenzahlungen, schützt dies die Aktionäre nicht vor Wertvernichtung. Abbildung 3 zeigt die Aktienkurs- und Aktienrückkaufentwicklung von Amplifon, einem globalen Hörgerätehersteller.

Abbildung 3: Amplifon Aktienpreis und Aktienrückkäufe (SBB)
(in Mio EUR)



Das Unternehmen hat 2007 einen grossen Betrag für Aktienrückkäufe eingesetzt. Als der Aktienkurs zwischen 2008 und 2015 auf niedrigeren Niveaus lag, stellte Amplifon diese Käufe vollständig ein. Als der Kurs wieder zu steigen begann, führte Amplifon das Buy-back-Programm wieder ein. «Kaufe niedrig, verkaufe hoch» ist ein Ratschlag, der in der Welt der Investoren oft gehört wird. In diesem Fall ist Amplifon diesem Ratschlag nicht gefolgt. Die Firma kaufte keine Aktien zu niedrigen Preisen und begann solche erst wieder zu erwerben, als der Kurs stieg. Die umgekehrte Vorgehensweise hätte eine erheblich höhere Kapitalrendite auf das für den Aktienrückkauf ausgegebene Kapital erbracht.

Konkret gab Amplifon insgesamt 112,4 Mio. EUR für Aktienrückkäufe aus. Der Durchschnittspreis der erworbenen Aktien betrug 9,79 EUR und führte zu insgesamt 13,5 Mio. zurückgekauften Aktien. In der Zeit, in der kein Kapital für das SBB-Programm bereitgestellt wurde, lag der Durchschnittspreis jedoch bei 3,80 EUR. Wären die 112,4 Mio. EUR in dieser Zeit eingesetzt worden, hätte sich eine Aktienreduktion von 29,6 Mio. erreichen lassen. Das bedeutet, dass das Unternehmen durch die Umsetzung einer antizyklischen Strategie potenziell mehr als die doppelte Anzahl von Aktien hätte zurückkaufen können.

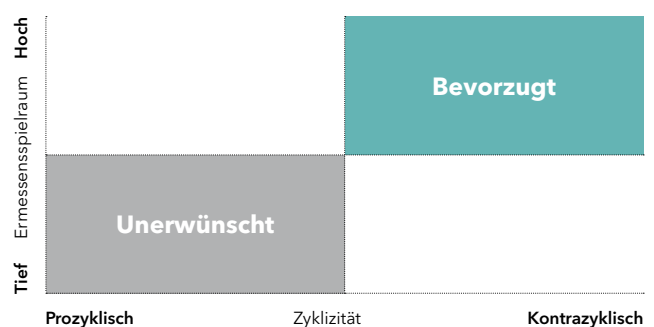
Und was wäre passiert, wenn das Management den Rückkauf über die Jahre konstant gehalten hätte? Angesichts des Durchschnittspreises von 6,10 EUR hätte das Ergebnis ein potenzieller Aktienrückkauf im Umfang von 18,4 Millionen sein können, was 1,4-mal mehr als tatsächlich realisiert wurde gewesen wäre. Das Unternehmen setzte eine zyklische Kapitalallokationsstrategie um, die zu der schlechtmöglichen Wertausschüttung an die Aktionäre führte.

Natürlich analysieren wir jetzt die Tatsachen im Nachhinein. Doch wir stellen die allgemeine Vorstellung in Frage, wonach Aktienrückkäufe und Dividenden in

jedem Fall einen Mehrwert für die Aktionäre darstellen. Dies gilt in besonderem Mass für zyklische Branchen, die viel ausgeprägter als die Meisten konjunkturellen Zyklen unterliegen.

Jede Branche ist anders und es gibt eine Vielzahl von Szenarien, die jeweils eine andere Art der Verwendung von Bargeld rechtfertigen. Genau wegen dieser Ungewissheit über die Zukunft glauben wir, dass das Management in der Lage sein sollte, den aus der Geschäftstätigkeit des Unternehmens generierten Wert flexibel und opportunistisch zu nutzen.

Die folgende Abbildung vermittelt eine visuelle Darstellung der Wechselwirkung von Marktzyklen und Handlungsfreiheit des Managements.



Die Zyklizität wird auf der x-Achse dargestellt: Wir erachten antizyklische Massnahmen des Managements als positiv und erwünscht. Die y-Achse zeigt den Grad an Ermessensspielraum, den Führungskräfte bei der Verwendung von Barmitteln haben: Ein höheres Mass an Ermessensspielraum ermöglicht es nach unserer Auffassung dem Management effektiv wertsteigernde Massnahmen zu ergreifen. Der obere rechte Quadrant bildet daher die am meisten gewünschte Situation ab: Ein Managementteam, das in der Lage ist, antizyklische Entscheidungen zu treffen. Beispiele dafür wären etwa die Lancierung eines Aktienrückkaufprogramms,

wenn die Aktien des Unternehmens unterbewertet sind, oder die Schonung von Barmitteln und der Verzicht auf Fusionen und Übernahmen, wenn die Kurse überbewertet sind. Zum richtigen Zeitpunkt im Zyklus die richtigen Entscheidungen zur Kapitalallokation zu treffen hat einen enormen Einfluss auf den Wert eines Unternehmens.

Wir wollen ganz klar, dass Unternehmen für eine ungewisse Zukunft vorsorgen. Der Wert eines solchen Sicherheitspuffers ist quantitativ schwer zu beziffern, was ihn aber nicht weniger relevant macht. Aus diesem Grund suchen wir idealerweise nicht nur nach Unternehmen mit geringer Verschuldung, sondern auch nach solchen mit wirklich opportunistischen Aktienrückkaufprogrammen. Wir suchen nach einem Management, das in der Lage ist, Dividendenzahlungen zu senken oder zu streichen, wenn sich mit Investitionen in die Firma bessere Gewinnchancen eröffnen. Und falls einmal eine Dividendenzahlung eingestellt oder ein Aktienrückkaufprogramm gestoppt wird unterstützen wir das aktiv.

Während der COVID-19-Pandemie haben 52 % unserer Unternehmen ihre Dividenden und Aktienrückkaufbemühungen entweder gesenkt oder eingestellt, um Barmittel zu sparen. Andere sahen sich angesichts ihrer starken Finanzlage nicht zu solchen Schritten gezwungen. Das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA ist einer von vielen Indikatoren, mit denen wir die Finanzlage eines Unternehmens beurteilen können.

Das durchschnittliche ND/EBITDA-Verhältnis unseres Portfolios von $0,3 \times$ im zweiten Quartal 2020 widerspiegelt sowohl die niedrige Verschuldung als auch die anhaltend hohe Rentabilität unserer Beteiligungen. Diese Tatsache wird durch den Vergleich mit dem für den MSCI-World-Index geltenden 2,4-fachen ND/EBITDA-Durchschnitt erst wirklich ins richtige Licht gerückt.

Dies ist einer der Gründe, warum der Deep Research Fund zwischen den Jahren 2020 und 2021 eine Gesamterrendite von 44,7 % erzielte, während der MSCI-World-Index in der gleichen Periode 30,0% Rendite auswies.

Die Untersuchung von Entscheidungen zur Kapitalallokation ist Teil unseres Standard-Research-Prozesses für die Analyse von Aktien. Grossartige Unternehmen können zu schlechten Investitionen werden, wenn falsche Entschlüsse über die Kapitalallokation getroffen werden. Der Deep Research Fund (DRF) investiert nur in Unternehmen, die von einem Management geführt werden, das die Wichtigkeit einer intelligenten Kapitalallokation erkannt hat.

Wenn Sie sehen möchten, wie sich die DRF-Kriterien zur Beurteilung von Entscheidungen zur Kapitalallokation auf die Fondsrendite auswirken, finden Sie die entsprechenden Zahlen auf unserer Website unter «Renditeanalyse».

