

Intelligente Kapitalverwendung



SAVE

SPEND



Die Entscheidungen, die eine Geschäftsleitung bezüglich der Verwendung von Ressourcen trifft, können den Wert des Unternehmens steigern, unter Umständen aber auch sein Überleben gefährden. Der folgende Insight geht ausführlich darauf ein, welche Möglichkeiten der Kapitalverwendung eine Geschäftsleitung hat, und welche wir für unsere Portfoliounternehmen bevorzugen.



Ein Unternehmen ist im Grunde eine Gruppe von Personen, die dank ihrer vielfältigen Begabungen und Fertigkeiten gemeinsam eine höhere Wertschöpfung erzielen können als jede für sich allein. Arbeitet das Unternehmen rentabel, kann diese Wertschöpfung zu einem Liquiditätsüberschuss führen. Wir definieren Liquiditätsüberschuss als die Barmittel, die das Unternehmen über die zur Aufrechterhaltung seines laufenden Betriebs benötigten hinaus erwirtschaftet. Für die Verwendung dieses Liquiditätsüberschusses bieten sich verschiedene Möglichkeiten an. In diesem Insight untersuchen wir diese Möglichkeiten und zeigen auf, wie sie den Wert eines Unternehmens entweder steigern oder vernichten können.

Beginnen wir mit einem Überblick über die Möglichkeiten, die sich einer Geschäftsleitung bieten, sobald ein Unternehmen die Gewinnzone erreicht. Unsere Analyse basiert auf der Annahme, dass in einem solchen Unternehmen angemessene Gehälter gezahlt werden und Initiativen zur Reduzierung von Verschwendung, zur Steigerung der Qualität, zur Erhöhung der Kundenzufriedenheit oder zur allgemeinen Verbesserung der täglichen Abläufe bereits im Budget eingeplant sind. Anders ausgedrückt: Es handelt sich nicht mehr um ein Start-up. Ein Liquiditätsüberschuss ist deshalb tatsächlich zusätzliches Geld, das nicht unbedingt für den Betrieb des Unternehmens benötigt wird.

Die Geschäftsleitung könnte diese zusätzlichen Ressourcen einsetzen, um das Wachstum des Unternehmens zu fördern. Dies kann in Märkten sinnvoll sein, in denen Wettbewerbsvorteile von der Größe abhängen. Die zusätzlichen Mittel könnten zur Steigerung der Produktionskapazität des Unternehmens, zur Eröffnung neuer Filialen oder – wie in der IT-Branche häufig üblich – zur Übernahme eines anderen Unternehmens verwendet werden, um Synergieeffekte zu erzielen oder an Patente und technologisches Know-how zu gelangen. Die zweite Möglichkeit besteht darin, mit dem Liquiditätsüberschuss die Schuldenlast des Unternehmens zu verringern.

Durch die Reduzierung der Verschuldung verringert das Unternehmen seine Abhängigkeit von Banken und Kapitalmärkten. Drittens könnte ein Unternehmen beschließen, einen Teil der Gewinne an seine Aktionäre auszuschütten. Die beiden herkömmlichen Methoden dafür sind die Zahlung einer Dividende und der Rückkauf eigener Aktien. Die vierte Möglichkeit wäre, den Liquiditätsüberschuss einfach in die Bilanz des Unternehmens einzustellen. Diese Möglichkeiten schließen sich nicht gegenseitig aus. Vielmehr entscheiden sich die meisten Unternehmen für eine Kombination mehrerer Optionen. Somit besteht die entscheidende Aufgabe für die Geschäftsleitung darin, die Mittel auf die verschiedenen Möglichkeiten zu verteilen. Dazu werden wir uns jetzt einige Praxisbeispiele anschauen.

- 1. In das Unternehmen reinvestieren**
- 2. Verschuldung reduzieren und Abhängigkeit vom Kapitalmarkt verringern**
- 3. Per Aktienrückkauf und/oder Dividenden an Aktionäre ausschütten**
- 4. Im Unternehmen behalten**

Beginnen wir mit Option 4: «Im Unternehmen behalten». Für ein Unternehmen kann es sinnvoll sein, einfach eine solide Menge Bargeld in seine Bilanz einzustellen. Dies ist angesichts einer unsicheren Zukunft die beste Absicherung. Denken Sie nur an 2019 zurück. Hätten Sie die Corona-Pandemie kommen sehen? Diese Pandemie hat uns daran erinnert, dass wir zwar verschiedenste Zukunftsszenarien modellieren können, die einzig sichere Vorhersage jedoch lautet, dass unsere Prognosen wahrscheinlich falsch sein werden.

Angesichts solcher Unsicherheiten bietet eine konservative Kapitalstruktur Vorteile. Unternehmen gewinnen dadurch Zeit zum Reagieren, machen sich unabhängig vom Kapitalmarkt und halten sich vielfältige Handlungsmöglichkeiten offen.

Der Wert eines auf einem Liquiditätsüberschuss basierenden Sicherheitspuffers lässt sich nur schwer quantifizieren, ist jedoch konzeptionell einfach zu verstehen, wie das folgende Beispiel zeigt.

Als Reaktion auf die Corona-Pandemie waren Unternehmen ohne ausreichendes Kapitalpolster gezwungen, ihre Kosten so weit wie möglich zu senken. Einige haben ihre Marketingausgaben drastisch gekürzt oder ihr Marketingbudget komplett gestrichen. In der Folge sank der Tausend-Kontakt-Preis rapide. Diese Standardkennzahl wird in der Werbung verwendet und gibt den Preis für 1.000 Aufrufe oder Impressionen einer bestimmten Werbung an. Im Juli 2020 sanken die Kosten für TV-Werbung in Großbritannien gegenüber dem Vorjahr um etwa 50%. Anders ausgedrückt: Unternehmen konnten die gleiche Reichweite zum halben Preis kaufen. Wer damals über ausreichend liquide Mittel verfügte, dem bot sich eine Chance. Hatte ein Unternehmen bereits ein komfortables Liquiditätspolster, um sich trotz der mit der Pandemie einhergehenden Unsicherheit auf der sicheren Seite zu wähen, brauchte es sein Marketingbudget nicht zu kürzen. Vielmehr war es in der Lage, zu ungewöhnlich günstigen Konditionen Werbung zu schalten. Bei gleichbleibendem Mitteleinsatz konnte das Unternehmen seine Präsenz in der Öffentlichkeit erhöhen und den Bekanntheitsgrad seiner Marke steigern, was ihm letztlich die Chance bot, Wettbewerbern Marktanteile abzujagen.

Ebenso konnten Unternehmen, die ihr F&E-Budget mithilfe ihres Liquiditätsüberschusses stabil hielten, schneller technologische Fortschritte erzielen als ihre Wettbewerber, die ihr Budget massiv zusammenstreichen mussten.

Schwache Märkte bieten auch Gelegenheit für strategische Übernahmen zu niedrigen Preisen. Es ist deutlich günstiger, ein Unternehmen zu kaufen, wenn sein Aktienkurs aufgrund der allgemein negativen Stimmung an der Börse gesunken ist. Verfügt ein Unternehmen über einen Liquiditätsüberschuss, kann es folglich schnell handeln und hat bessere Chancen, ein Unternehmen oder Vermögenswerte mit einem Abschlag zu erwerben.

Diese Beispiele verdeutlichen, warum wir in unserem Deep Research Fund Unternehmen bevorzugen, die mehr Barmittel vorhalten als für das Tagesgeschäft und kurzfristige Transaktionen erforderlich sind. Nach unserer Auffassung übersteigen die Vorteile, die zusätzliche Mittel in Krisenzeiten oder bei sich bietenden Chancen darstellen, die Opportunitätskosten des Halten von Bargeld in guten Zeiten.

Von der Werterhaltung - und sogar Wertschöpfung - kommen wir jetzt zu der unerfreulichen Situation, in der die Geschäftsleitung Wert vernichtet, indem sie Geld für unnötige Dividendenausschüttungen und/oder Aktienrückkäufe einsetzt. Anders ausgedrückt, eine ineffiziente Nutzung von Möglichkeit 3: «Per Aktienrückkauf und/oder Dividenden an Aktionäre ausschütten». Haben Unternehmen ihr Wachstumspotential ausgeschöpft und einen Punkt in ihrer Entwicklung erreicht, an dem mit organischen Reinvestitionen der erwirtschafteten Mittel keine zufriedenstellende Rendite mehr erzielt werden kann, beginnen sie häufig, diese Mittel an die Aktionäre auszuschütten. Das Konzept entspringt aus der Theorie, dass ein Projekt nicht realisiert werden sollte, wenn die Kapitalkosten die Kapitalrendite übersteigen. Da die Rendite von Barmitteln - insbesondere in den letzten Jahren - sehr gering ist, sollten sie laut dieser Theorie an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Dies wirft jedoch mehrere Probleme auf.

Eines dieser Probleme entsteht, wenn die Ausschüttung nicht mehr flexibel erfolgt, sondern die Erwartung einer konstanten Dividendenzahlung während der gesamten Restlaufzeit des Unternehmens erzeugt. Eine konstante Ausschüttung kann Anleger in falscher Sicherheit wiegen, sodass sie diese Dividendenaktien zunehmend als Anleihen betrachten. Wenn Unternehmen ihre Dividenden eines Tages plötzlich kürzen, geraten viele Anleger irrational in Panik, weil sie daraus ableiten, mit der Geschäftstätigkeit können nicht mehr ausreichend Barmittel generiert werden, um die Dividendenausschüttung zu finanzieren. Rational betrachtet sollten Anleger dagegen verlangen, dass das Unternehmen die Ausschüttung von Dividenden einstellt, wenn es in Projekte investieren kann, deren Kapitalrendite die Kapitalkosten übersteigt.

Ein Unternehmen, das die Zinsen auf seine Anleihen nicht zahlt, gilt als zahlungsunfähig. Doch Unternehmen, die ihre Dividendenzahlung einstellen, haben vielleicht einfach lukrativere Möglichkeiten der Mittelverwendung.

Hat ein Unternehmen einen Punkt in seiner Entwicklung erreicht, an dem es schwieriger wird, gute Reinvestitionsmöglichkeiten zu finden, erscheint es logisch, einen Teil der Gewinne an die Aktionäre auszuschütten. Allerdings kann sich das Wettbewerbsumfeld ändern, sodass das Unternehmen gezwungen ist, zu reagieren und sich anzupassen. Neue Technologien können entstehen oder die Kundenpräferenzen ändern sich, was dem Unternehmen die Chance bietet, sein Angebot darauf abzustimmen und höhere Mittelzuflüsse zu erwirtschaften. Dazu muss das Unternehmen möglicherweise wieder Anlageinvestitionen vornehmen und darum seine Dividendenzahlungen jederzeit senken können. Hätte Nokia bei der Markteinführung des ersten iPhones weiterhin Dividenden ausschütten sollen? Im Hinblick auf die Wertschöpfung wäre es sinnvoller gewesen, dieses Kapital in Forschung und Entwicklung zu investieren, um den neuen Produkten von Apple etwas entgegenzusetzen.

Abbildung 1: AT&T - Ausgeschüttete Dividenden vs. aufgenommene Schulden seit 2005
(in Mio. USD)

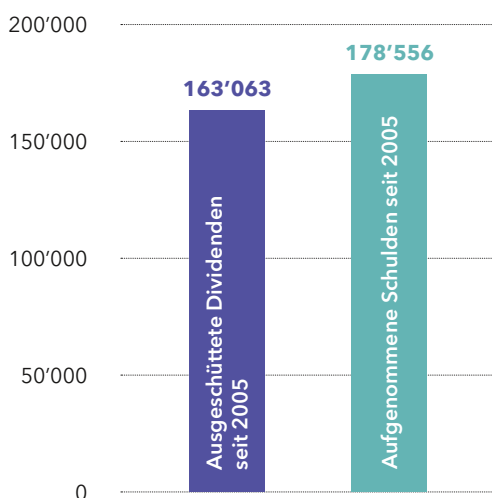
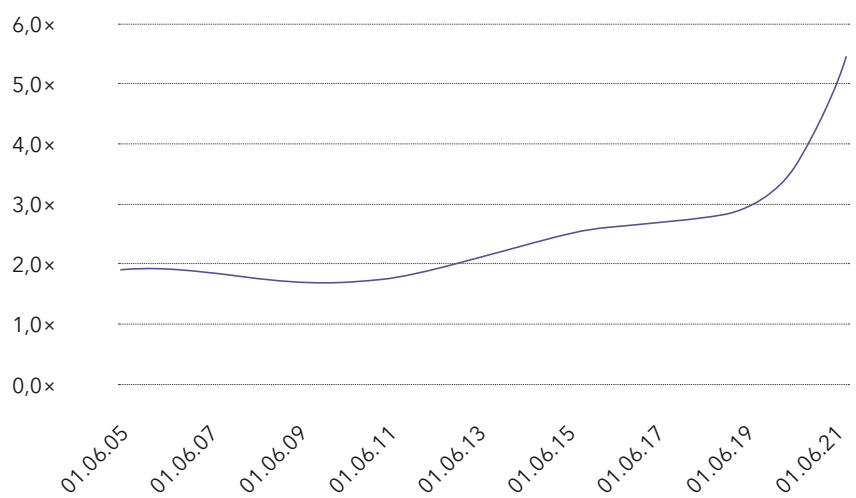


Abbildung 2: AT&T - Entwicklung der Verschuldung von 2005 bis 2021
(gemessen in Nettoschulden / EBITDA)



Fehlen die Mittel, können Dividenden auch durch die Emission von Schuldtiteln finanziert werden, was die Verschuldung des Unternehmens erhöht. Wäre es in diesem Fall nicht vorteilhafter, Dividendenzahlungen zu senken oder zu streichen? Warum die Abhängigkeit vom Kapitalmarkt erhöhen, nur um eine Dividende auszuschütten? Es ist überraschend, wie oft Geschäftsleitungen ihre Unternehmen mit Schulden belasten, weil sie Angst haben, bestimmte Aktionäre mit einer Dividendenkürzung zu enttäuschen.

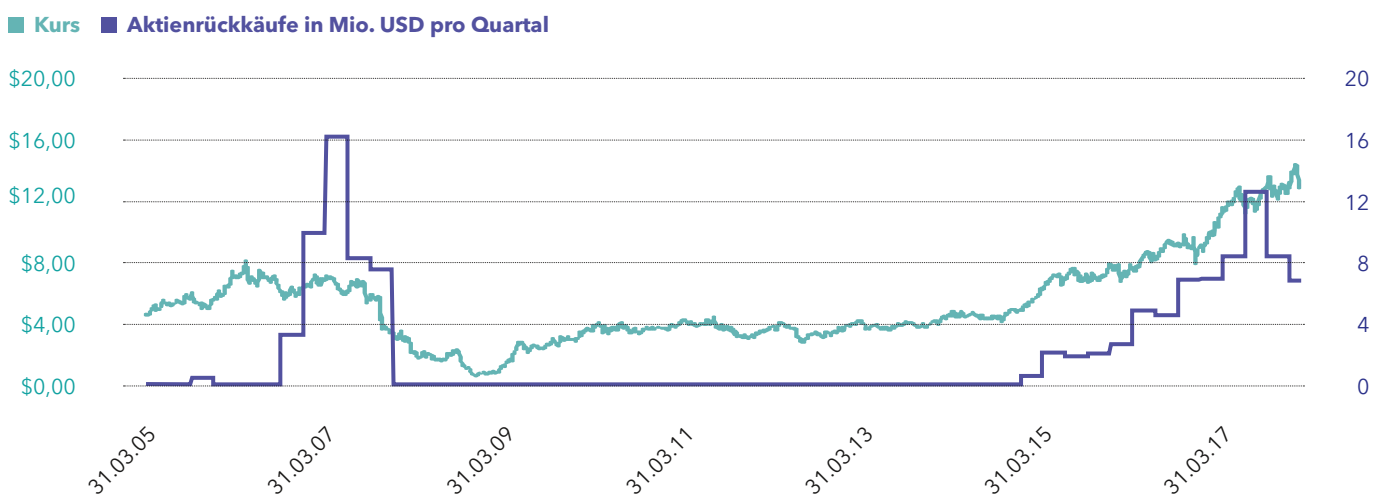
Nehmen wir zum Beispiel das US-Telekommunikationsunternehmen AT&T. Abbildung 1 zeigt den Gesamtbetrag der seit 2005 ausgeschütteten Dividenden im Vergleich zu dem im selben Zeitraum aufgenommenen Fremdkapital. Das Unternehmen nahm 178,5 Mrd. US-Dollar neue Schulden auf und leistete Dividendenzahlungen in Höhe von 163,1 Mrd. US-Dollar. Die von AT&T ausgeschütteten Dividenden spiegeln also nicht den Geschäftserfolg des Unternehmens wider, sondern wurden fremdfinanziert. Aber Schulden haben ihren Preis. Und sie wirken sich nachteilig auf die Kapitalstruktur aus.

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung des Verhältnisses von Nettoverschuldung und Betriebsgewinn (hier: EBITDA) bei AT&T. Die Fremdkapitalstruktur von

AT&T hat sich im betrachteten Zeitraum kontinuierlich verschlechtert. 2021 hätte das Unternehmen etwa fünf Jahre benötigt, um seine Schulden zurückzuzahlen. 2005 waren es dagegen nur etwa zwei Jahre. Dies wiederum reduziert die Bereitschaft der Banken, AT&T Geld zu leihen, erhöht den Darlehenszinssatz und beeinträchtigt AT&Ts Bonitätsbewertung. Dadurch hat das Unternehmen einen geringeren finanziellen Spielraum und weniger strategische Optionen.

Eine ähnliche Diskussion kann über Aktienrückkäufe geführt werden. Obwohl der Rückkauf von Aktien unserer Erfahrung nach opportunistischer erfolgt als Dividendenzahlungen, sind die Aktionäre auch hier nicht vor einer Wertvernichtung geschützt. Abbildung 3 zeigt die Entwicklung des Aktienkurses und der Aktienrückkäufe von Amplifon, einem globalen Hörgerätehersteller.

Abbildung 3: Amplifon - Aktienkurs und Aktienrückkäufe (SBB)
(in Mio. Euro)



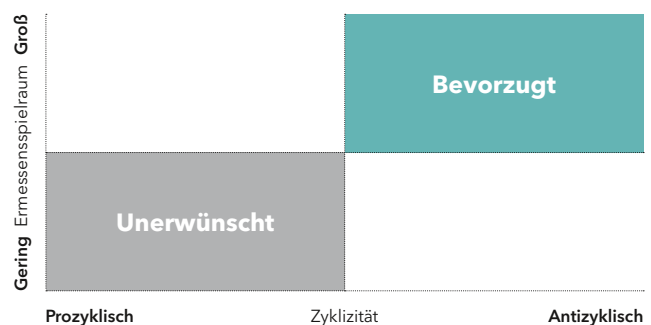
2007 verwendete das Unternehmen umfangreiche Mittel für Aktienrückkäufe. Zwischen 2008 und 2015, als die Aktie zu einem niedrigen Kurs gehandelt wurde, setzte Amplifon seine Rückkäufe aus. Als der Kurs erneut zu steigen begann, nahm Amplifon sein Rückkaufprogramm wieder auf. Der Rat «niedrig kaufen, hoch verkaufen» ist in der Investment-Welt oft zu hören. Amplifon ist diesem Rat nicht gefolgt. Das Unternehmen kaufte keine Aktien zurück, als der Kurs niedrig war, und begann erst wieder damit, als der Kurs stieg. Mit der umgekehrten Vorgehensweise hätte Amplifon eine erheblich höhere Kapitalrendite auf das für den Aktienrückkauf verwendete Kapital erzielt.

Konkret gab Amplifon insgesamt 112,4 Mio. Euro für Aktienrückkäufe aus. Der Durchschnittspreis der erworbenen Aktien betrug 9,79 Euro. Insgesamt wurden 13,5 Millionen Aktien zurückgekauft. In dem Zeitraum, in dem keine Mittel für das Rückkaufprogramm bereitgestellt wurden, lag der Durchschnittspreis jedoch bei 3,80 Euro. Wären die 112,4 Mio. Euro in diesem Zeitraum eingesetzt worden, hätte sich eine Aktienreduktion um 29,6 Millionen erreichen lassen. Das heißt, mit einer antizyklischen Strategie hätte das Unternehmen potenziell mehr als die doppelte Anzahl Aktien zurückkaufen können.

Was wäre passiert, wenn die Geschäftsleitung das Rückkaufbudget über den dargestellten Zeitraum konstant gehalten hätte? Bei einem Durchschnittspreis von 6,10 Euro hätten 18,4 Millionen Aktien zurückgekauft werden können – 1,4-mal mehr als die tatsächliche Anzahl. Das Unternehmen setzte eine zyklische Kapitalallokationsstrategie um, die die schlechteste aller möglichen Wertausschüttungen an die Aktionäre zur Folge hatte. Natürlich analysieren wir die Fakten hier im Nachhinein. Doch wir stellen die allgemeine Auffassung in Frage, wonach Aktienrückkäufe und Dividenden in jedem Fall einen Mehrwert für die Aktionäre darstellen.

Dies gilt insbesondere für zyklische Branchen, d. h. Branchen, die empfindlich auf konjunkturelle Schwankungen reagieren.

Jede Branche ist anders und es gibt unzählige Szenarien, die jeweils eine andere Verwendung von Liquiditätsüberschüssen rechtfertigen. Gerade wegen dieser Ungewissheit über die Ergebnisse sind wir der Ansicht, dass die Geschäftsleitung in der Lage sein sollte, die mit der Geschäftstätigkeit des Unternehmens generierten Mittel flexibel und opportunistisch zu verwenden. Die folgende Abbildung veranschaulicht die Wechselwirkung zwischen Zyklizität und Ermessensspielraum der Geschäftsleitung.



Die Zyklizität wird auf der x-Achse dargestellt. Antizyklische Maßnahmen der Geschäftsleitung erachten wir als positiv und wünschenswert. Die y-Achse gibt den Ermessensspielraum an, den Führungskräfte bei der Verwendung erwirtschafteter Barmittel haben. Nach unserer Auffassung ist die Geschäftsleitung umso eher in der Lage, wertsteigernde Maßnahmen zu ergreifen, je größer ihr Ermessensspielraum ist. Der obere rechte Quadrant bildet demnach die erstrebenswerteste Situation ab: eine Geschäftsleitung, die antizyklische Entscheidungen treffen kann. Beispiele hierfür sind die Einleitung eines Aktienrückkaufprogramms, wenn die Aktien des Unternehmens unterbewertet sind, oder die Bildung von Liquiditätsreserven und der

Verzicht auf Fusionen und Übernahmen, wenn die Kurse allgemein überbewertet sind.

Das Treffen der richtigen Entscheidung zur Kapitalverwendung zum richtigen Zeitpunkt im Konjunkturzyklus hat einen enormen Einfluss auf den Wert eines Unternehmens.

Wir wollen natürlich, dass Unternehmen für die ungewisse Zukunft vorsorgen. Der Wert eines solchen Sicherheitsnetzes ist schwer zu beziffern. Dies schmälert jedoch nicht seine Relevanz. Deshalb suchen wir idealerweise nicht nur nach Unternehmen mit geringer Verschuldung, sondern auch nach Unternehmen mit wirklich opportunistischen Aktienrückkaufprogrammen und einer Geschäftsleitung, die bereit und in der Lage ist, Dividendenzahlungen zu senken oder auszusetzen, wenn Investitionen in das Wachstum und/oder die Stabilität des Unternehmens bessere Renditechancen bieten. Und falls eine Dividendenzahlung eingestellt oder ein Aktienrückkaufprogramm gestoppt wird, verfallen wir nicht in Panik.

Während der Corona-Pandemie sahen sich 52 % unserer Portfoliounternehmen gezwungen, ihre Dividendenzahlungen und Aktienrückkaufprogramme zu reduzieren oder einzustellen, um ihre Barmittel zu schonen. Andere dagegen profitierten von ihrer starken Finanzlage. Das Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA ist einer von vielen Indikatoren, die wir zur Beurteilung der Finanzlage eines Unternehmens heranziehen können.

Das durchschnittliche Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA in unserem Portfolio lag im zweiten Quartal 2020 bei 0,3x. Dies spiegelt sowohl die geringe Verschuldung als auch die konstant hohe Rentabilität unserer Beteiligungen wider. Zum Vergleich: Der MSCI World Index wies für diesen Zeitraum ein Verhältnis von Nettoverschuldung zu EBITDA von 2,4x aus.

Dies ist einer der Gründe, warum der Deep Research Fund (DRF) zwischen 2020 und 2021 eine Gesamtrendite von 44,7 % erzielte, während die Rendite des MSCI World Index im selben Zeitraum bei 30,0 % lag.

Die Analyse von Entscheidungen über die Kapitalverwendung ist Bestandteil unseres Standard-Research-Prozesses. Großartige Unternehmen können zu schlechten Anlagen werden, wenn sie mittelmäßige Entscheidungen über die Kapitalverwendung treffen. Der DRF beteiligt sich an Unternehmen, deren Geschäftsleitungen die Bedeutung einer intelligenten Kapitalverwendung verstehen.

Falls Sie wissen möchten, wie sich die DRF-Kriterien zur Beurteilung von Entscheidungen über die Kapitalverwendung auf die Fondsrendite auswirken: Wir haben die Zahlen auf unserer Website unter «Renditeanalyse» für Sie zusammengestellt.

