merlini finance

Kilchberg, 10. Oktober 2014

«Financial Engineering» am Ursprung der Börsenhausse?

Seit ihrem absoluten Tiefpunkt nach der Finanzkrise 2008 haben die wichtigsten Aktienmärkte weltweit kräftig zugelegt, allen voran der amerikanische S&P 500 mit fast 200%. Da die Weltwirtschaft – ausser den USA – weiterhin an Ort tritt, fragt man sich, was die Gründe für diese Börsenhausse sein könnten. «Financial Engineering» liefert dazu überzeugende Antworten.

Unter Financial Engineering versteht man im Allgemeinen die Restrukturierung einer Bilanz zur Steigerung des Firmenwerts («Shareholder Value»). Dies kann beispielsweise über eine Vereinheitlichung der Stimmrechtsverteilung zwischen Aktien und Partizipationsscheinen oder über das sogenannte «Financial Contracting», das die Allozierung der Vermögens- und Einwirkungsrechte zwischen den Parteien regelt, erfolgen. Bekanntere finanzielle Massnahmen sind aber Aktienrückkäufe und Kreditrefinanzierungen.

«M&M»-Theorem

Am Anfang steht das klassische Theorem von Modigliani und Miller («M&M») – beides Nobelpreisträger in Wirtschaftswissenschaften –, das besagt, dass die Kapitalstruktur keinen Einfluss auf den Wert einer Firma ausübt. Eine höhere Fremdfinanzierung steigert nur dann den Firmenwert, wenn der Zinsendienst gegenüber den Dividenden steuerbegünstigt ist und die Kontraktkosten («Agency Costs» und Transaktionskosten) des Fremd- und Eigenkapitals sich unterscheiden.

Für eine Firma würde es also Sinn machen, Eigenkapital durch Fremdkapital zu ersetzen, damit die jeweiligen Jahresüberschüsse kostengünstig nicht in Form von Dividenden, sondern in Form von Schuldzinsen ausbezahlt werden könnten. Obwohl diese Schlussfolgerung einleuchtet, sieht man in der Praxis praktisch keine Firmen, die sich ausschliesslich über Fremdkapital finanziert haben.

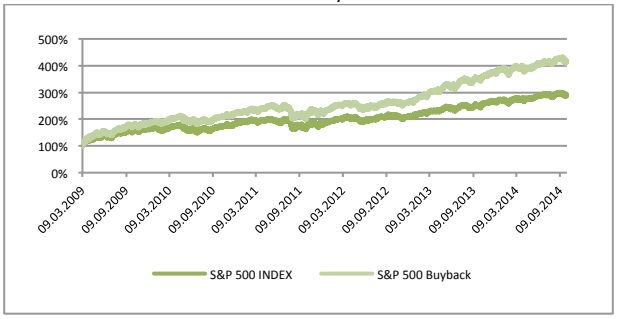
Der Grund liegt in den Insolvenz- bzw. Konkurskosten. Je höher sich ein Unternehmen nämlich verschuldet, desto grösser wird aufgrund der Zinslasten das Risiko einer Zahlungsunfähigkeit. Die Fremdkapitalgeber würden entsprechend eine höhere Risikoabgeltung verlangen, die wiederum die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten der Firma erhöhen würden.

In den vergangenen Jahren haben vor allem US-amerikanische Firmen intensiv an der Neuausrichtung ihrer Grundkapitalstruktur gearbeitet – mit dem Ziel, ihren Verschuldungsgrad («Leverage») zu erhöhen, um dadurch Aktionärswerte zu schaffen. Begünstigt wurden die Firmen durch die Leitzinssenkungen sowie die enorme Liquiditätsschwemme der US-amerikanischen Zentralbank, die die Finanzmärkte nach der Krise über ihre drei «Quantitative Easing»-Programme (QE-Programme) mit billigstem Geld versorgt hat.

Gewinnverwendung

Wie Bloomberg, ein US-amerikanisches Informationsdienstleistungsunternehmen, kürzlich berichtete, werden die Firmen, die im S&P-500-Index zusammengefasst sind, heuer rund USD 565 Mrd. in Aktienrückkäufe und USD 349 Mrd. in Dividenden investieren. Das sind total USD 914 Mrd., was in etwa 95% der gesamten Jahresgewinne von USD 964 Mrd. entspricht. Financial Engineering hat denn auch zu einem der stärksten Rallys der letzten 50 Jahre geführt, wo Firmen seit dem absoluten Tief am 9. März 2009 mit signifikanten Aktienrückkäufen rund 300% zulegten (vgl. Grafik 1).

Grafik 1: Performance des S&P 500 Buyback



Quelle: Bloomberg

Niedrigere Finanzierungskosten

Ebenfalls bemerkenswert ist die Tatsache, dass in den vergangenen fünf Jahren ca. 40% der Gewinne über Kreditrefinanzierungen erzielt wurden. Davon profitierten alle Firmen. Sowohl Investment-Grade- als auch hochverzinsliche Anleihen («High-Yield Bonds») wurden in grösserem Stil platziert (Neuemissionen und Refinanzierungen) mit dem Zweck, von den rekordtiefen Zinsen zu profitieren. Selbst Unternehmen, die keinen Finanzierungsbedarf hatten, wurden im Markt aktiv, um sich langfristig abzusichern.

Fazit

Angesichts des Auslaufens der QE-Programme im Oktober 2014 und der anstehenden Zinserhöhungen wird die Normalisierung auch an den Aktienmärkten spürbar werden, und es wird sich zeigen (müssen), ob die künftigen Firmengewinne die heutigen Bewertungen bestätigen. Dies ist umso wichtiger, als es sich beim Financial Engineering um eine einmalige Verbesserung handelt, die nicht stetig wiederholbar ist. Ein Absturz der US-amerikanischen Börse scheint heute aber unwahrscheinlich. Das Wirtschaftswachstum in den USA ist stabil, wodurch auch der Privatkonsum weiterhin seine stützende Wirkung ausüben kann. Ausserdem dürften die Firmen wieder vermehrt in Kapitalanlagen («Capex») investieren, nachdem diese in den vergangenen Jahren vernachlässigt wurden.

Von Dr. Adriano B. Lucatelli
Verwaltungsrat & Dozent an der Universität Zürich