

ANALYSE

## Das Problem mit hohen Ausschüttungen

Die Unternehmen verfügen nach dem letzten Jahr über rekordhohe Cashbestände. Die Gefahr besteht darin, dass sie die Mittel nicht sinnvoll einsetzen. Ein Beispiel für eine gute Kapitalallokation gibt LafargeHolcim.

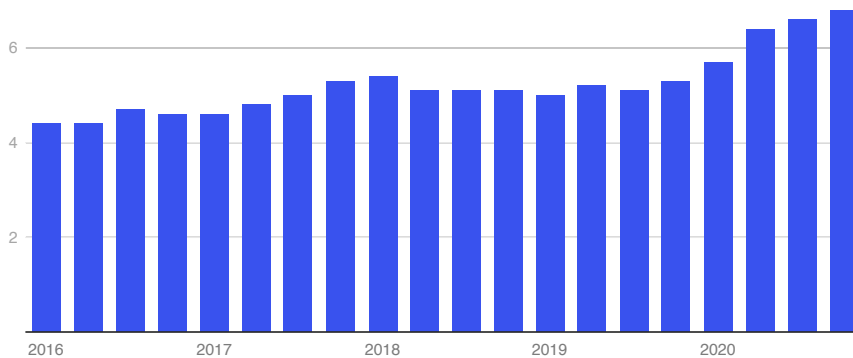
Andreas Kälin

07.04.2021, 04.54 Uhr

Das Coronajahr 2020 war auch ein Jahr der Gegensätze. Auf der einen Seite büssten die Unternehmen ohne Finanzsektor weltweit insgesamt ein Achtel an Umsatz und gut einen Viertel des Betriebsergebnisses Ebitda ein, wie sich aus Daten der grossen drei Ratingagenturen S&P, Moody's und Fitch ergibt. Auf der anderen Seite sitzen sie auf rekordhohen Cashbeständen: Im vergangenen Jahr stiegen die liquiden Mittel der Unternehmen ex Finanzsektor weltweit um 1,5 auf rekordhohe 6,8 Bio. \$.

### Bargeldbestände der Unternehmen

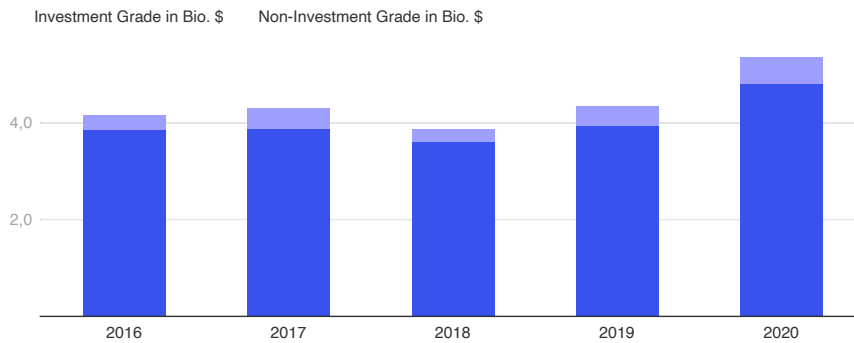
Flüssige Mittel der Unternehmen in Bio. \$, weltweit



Grafik: themarket.ch • Quelle: Fitch, Moody's, S&P, Pilfor • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Dieser Cashberg ist darauf zurückzuführen, dass die beispiellosen Massnahmen der Zentralbanken gegen die Covid-19-Krise eine Welle an Anleihen- und Aktienemissionen ausgelöst haben. Ein Studienpapier des unabhängigen Beratungsunternehmens Pilfor beschreibt, dass Unternehmen letztes Jahr weltweit Anleihen in Höhe von über 5,3 Bio. \$ emittiert haben. Davon entfiel ein Anteil von etwa 4,8 Bio. \$ auf Anleihen mit anlagewürdiger Bonität (Investment Grade) und gut 0,5 Bio. \$ auf Anleihen von spekulativer Qualität (Non-Investment Grade).

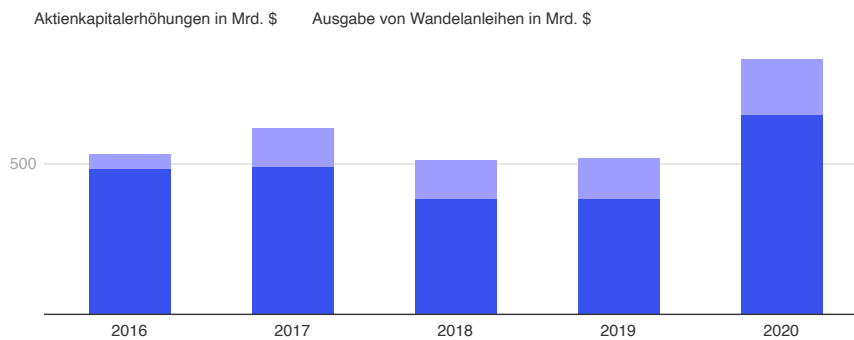
## Weltweit emittierte Unternehmensanleihen



Grafik: themarket.ch • Quelle: Refinitiv, Pilfor • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Dazu kommt, dass die Unternehmen weltweit letztes Jahr ihr Aktienkapital in rekordhohem Umfang von 663 Mrd. \$ erhöht haben. Dazu wurden noch Wandelanleihen in Höhe von 183 Mrd. \$ emittiert. Kapitalaufnahmen via Börsengänge oder Spac sind dabei gar nicht berücksichtigt.

## Weltweite Kapitalerhöhungen



Grafik: themarket.ch • Quelle: Refinitiv, Pilfor • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Wie Pilfor es in ihrer Studie formuliert, lautet die Frage nun: Was gedenken die Unternehmen mit den Cashbergen zu tun – einmal angenommen, dass ihre Cashflows sich wieder normalisieren und die Betriebskosten wieder zu decken vermögen?

## Fünf Wege zur Mittelverwendung

Grundsätzlich stehen einem Unternehmen fünf Wege offen, sein Kapital zu allozieren. Erstens kann es seine verfügbaren Mittel für wachstumsfördernde Investitionen einsetzen. Das kommt allen Kapitalgebern zugute, also Aktionären wie Anleihegläubigern. Zweitens kann ein Unternehmen seine Mittel zur Schuldenreduktion verwenden, was in erster Linie den Anleihegläubigern nützt, längerfristig aber auch nicht zum Schaden der Aktionäre ist.

Drittens und viertens lassen sich die vorhandenen Mittel zur Zahlung von Dividenden oder für den Rückkauf von Aktien nutzen,

was jeweils einseitig den Aktionären zugutekommt. Dabei ist anzufügen, dass der Nutzen von Aktienrückkäufen durchaus umstritten ist und dass mit ihnen unter Umständen sogar Aktionärswert vernichtet werden kann. Den fünften Weg zur Kapitalallokation bilden Übernahmen: Sie können für Aktionäre wie Anleiensgläubiger von Nutzen sein, einmal vorausgesetzt, dass sie wertschaffend sind, was erwiesenermassen vor allem bei Grossübernahmen häufig nicht der Fall ist.

Wie sich bereits seit vielen Jahren zeigt, bevorzugen die Unternehmen heutzutage vor allem die Wege der Kapitalallokation, die den Aktienkurs befördern. «Die von den Unternehmen an den Kapitalmärkten aufgenommenen und erwirtschafteten Mittel werden im Trend stark zugunsten der Aktionäre eingesetzt und zuungunsten der Anleiensgläubiger», bestätigt Finanzierungs- und Ratingspezialist John Feigl von Pilfor. Er fügt an, dass die Kapitalstrukturen der Unternehmen, «bedingt durch die aggressive Kapitalallokation», anfälliger gegenüber Verwerfungen werden.

### Adidas: Zu wenig Reserven

Für die These, dass die Unternehmen die Aktionäre gegenüber den Anleiensgläubigern zusehends bevorzugen, gibt es viele Beispiele.

Der deutsche

#### adidas N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/11730015-1573-814](#))



Sportartikelhersteller Adidas gab 2017 noch 490 Mio. € aus zur Zahlung der Dividende und für den Rückkauf eigener Aktien. Das waren 42% des Gewinns, der auf seine Aktionäre entfiel. 2018 gab es einen Sprung: Adidas schüttete insgesamt 1,5 Mrd. € an die Aktionäre aus oder 90% des damals erzielten Gewinns. 2019 erreichte die Ausschüttung abermals 1,5 Mrd. € oder gut 74% des damaligen Gewinns.

Dann kam die Covid-19-Krise. Adidas wurde davon wegen der

Ladenschliessungen hart getroffen und hatte zu wenig Finanzreserven dafür. Der Sportartikelhersteller war der erste Konzern aus dem Dax, der um staatliche Hilfe bat: Mitte April 2020 genehmigte die deutsche Bundesregierung die Teilnahme der staatseigenen Förderbank KfW an einem revolvingierenden Konsortialkredit über 3 Mrd. €. Im November darauf konnte der KfW-Kredit vollständig abgelöst werden.

Zu den Kreditbedingungen hatte indessen die Aussetzung von Dividendenzahlungen gehört. So wurde die zuvor eingeplante Dividende von 3,85 € je Aktie, die einer Erhöhung von 15% entsprochen hätte, letztes Jahr nicht ausgezahlt. Auch das Aktienrückkaufprogramm wurde gestoppt.

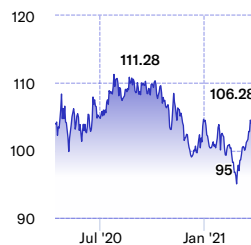
Nun will Adidas die Dividendenzahlung wieder aufnehmen: Beantragt wird eine Dividende von 3 € je Aktie, entsprechend einer Ausschüttung von 585 Mio. €. Das steht in Relation zum letztjährigen Gewinn der Aktionäre von 432 Mio. €.

## Nestlé: Triple-A aufgegeben

In der Schweiz ist Nestlé ein prominentes Beispiel für die bevorzugte Behandlung der Aktionäre. Für den

### Nestlé N

Weitere Marktdaten hier ([aktien/no-region/no-list/3886335-4-1](#))



Nahrungsmittelkonzern markiert das Jahr 2007 einen Wendepunkt: Damals, Mitte August, kündigte er ein überraschend grosses Aktienrückkaufprogramm in Höhe von 25 Mrd. Fr. an. Die Verantwortlichen waren zum Entschluss gelangt, auf das Triple-A-Rating, die höchste Bonitätsnote, verzichten zu können. Ein Rating im AA-Bereich reichte aus.

Umgehend entzogen die grossen Ratingagenturen S&P, Moody's und Fitch nach Ankündigung des Rückkaufprogramms Nestlé denn auch das Triple-A-Rating. Heute hat der Nahrungsmittelmulti von S&P ein Rating von AA- und von Moody's von Aa3, was die unterste Stufe im AA-Bereich darstellt.

Gemäss einer Aufstellung der Zürcher Kantonalbank, die Nestlé ebenfalls mit AA- einstuft, hat der Nahrungsmittelkonzern in den Jahren 2017 bis 2020 einen freien Cashflow, definiert als operativer Geldfluss minus Investitionen (Capex), von kumuliert 42,1 Mrd. Fr. erwirtschaftet. Demgegenüber stehen Ausschüttungen via Dividenden und Aktienrückkäufen von kumuliert 57,3 Mrd. Fr.

Das heisst, Nestlé hat in den vergangenen vier Jahren im Schnitt je 3,8 Mrd. Fr. mehr ausgeschüttet, als sie operativ an frei verfügbaren Mitteln erwirtschaftet hat.

Nestlés Ausschüttungen übersteigen freien Cashflow

in Mio. Fr.	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Freier Cashflow *</b>	<b>10 890</b>	<b>9 492</b>	<b>10 928</b>	<b>11 639</b>	<b>10 013</b>
Dividenden **	-7 369	-7 468	-7 443	-7 693	-7 968
Aktienrückkäufe und Kapitalerhöhungen	760	-3 295	-6 854	-9 773	-6 814
<b>Freier Cashflow nach Ausschüttung</b>	<b>4 281</b>	<b>-1 271</b>	<b>-3 369</b>	<b>-5 827</b>	<b>-4 769</b>

\* Freier Cashflow = Geldfluss aus Geschäftstätigkeit minus Investitionen (Capex) \*\* Dividenden inklusive Dividendenzahlungen an Minderheitsanteile

Tabelle: themarket.ch • Quelle: Zürcher Kantonalbank • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Die Nettoverschuldung ist in den vergangenen Jahren denn auch stark gestiegen, auf 31,3 Mrd. Fr. per Ende Dezember 2020. Nach den Berechnungen der Zürcher Kantonalbank steht das Verhältnis von Nettoschulden zu Betriebsergebnis Ebitda adjustiert nun bei 1,9.

Der zuständige ZKB-Kreditanalyst Patrick Hasenböhler zieht das Fazit: «Aus Gläubigersicht sind die hohen Ausschüttungen von Nestlé an die Aktionäre problematisch.» Dank des Verkaufs von Beteiligungen habe die Nettoverschuldung in jüngster Vergangenheit allerdings auf «einigermaßen stabilem Niveau» gehalten werden können.

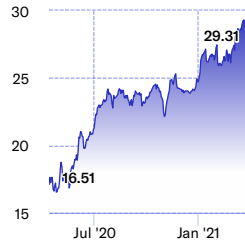
## ABB: Ein Versprechen

Ein sehr hohes Tempo bei Aktienrückkäufen legt der Industriekonzern ABB an den Tag. Im Juli 2020 lancierte er ein Aktienrückkaufprogramm im Umfang von 3,5 Mrd. \$. Am vergangenen 25. März hat er es bereits für abgeschlossen erklärt, gleichentags hat er ein neues Rückkaufprogramm über 4,3 Mrd. \$ angekündigt. Damit führt er den gesamten Nettoerlös von 7,8 Mrd. \$ aus dem Verkauf des Bereichs Stromnetze (Power Grids) an seine Aktionäre ab.

Die Frage ist  
berechtigt, ob die  
Aktienrückkäufe  
nicht auch einen  
Mangel an  
Fantasie bezüglich

## ABB N

Weitere Marktdaten hier (aktien/no-region/no-list/1222171-4-1)



wachstumsfördernder Investitionen kennzeichnen. Im Interview mit The Market hat sich ABB-Finanzchef Timo Ihamuotila jüngst beeilt zu versichern: «Wir gehen in der Allokation unseres Kapitals sehr systematisch vor.» Er hat dazu eine Prioritätenliste aufgesetzt: Zuerst investiere man in organisches Wachstum, dann wolle ABB eine steigende, nachhaltige Dividende zahlen. Dann werde man in wertsteigernde Akquisitionen investieren, und erst an vierter Stelle kämen Aktienrückkäufe.

Ihamuotila ergänzte, dass ABB die Investitionen in Forschung und Entwicklung gemessen am Umsatz erhöht und ein Teil des künftigen Wachstums aus Akquisitionen kommen sollte. Dies sind Wege der Kapitalallokation, die sowohl Aktionären wie Anleiensgläubigern zugutekommen würden. Es bleibt abzuwarten, wie konsequent die Konzernführung um den seit März 2020 amtierenden CEO Björn Rosengren diese Vorgaben umsetzt und ob ABB nicht eine Art Bancomat wird für die Aktionäre und speziell für den grössten Aktionär, die schwedische Investor AB, in der die verzweigte Wallenberg-Familie ihre Interessen bündelt.

## LafargeHolcim: Ausgewogen

Ein gutes Beispiel  
für eine  
ausgewogene  
Kapitalallokation,  
die auf die  
Bedürfnisse von  
Aktionären wie  
Anleiensgläubiger  
achtet, bietet  
LafargeHolcim.  
Der Zement- und  
Betonhersteller

## LafargeHolcim N

Weitere Marktdaten hier (aktien/no-region/no-list/1221405-4-1)



wird seit September 2017 von Jan Jenisch als CEO geleitet – der vormalige Sika-Chef genießt unter Investoren einen sehr guten Ruf und hat bereits vieles in die richtige Richtung bewegt.

Die Nettoverschuldung von LafargeHolcim ist seit 2017 bis Ende 2020 von 14,3 auf 8,5 Mrd. Fr. reduziert worden; das Verhältnis von Nettoschulden zu wiederkehrendem Betriebsergebnis Ebitda hat sich in dem Zeitraum von 2,4 auf 1,4 zurückgebildet. Damit hat LafargeHolcim die eigene Vorgabe bezüglich Schuldenreduktion mehr als erfüllt.

Die Ausschüttungen sind in vernünftigen Rahmen geblieben, die Dividende ist seit Jahren stabil bei 2 Fr. je Aktie.

In diesem Jahr geht der Zementkonzern wieder mehr ins Risiko – mit einer grossen Übernahme: Er kündigte Anfang Januar an, Firestone Building Products für 3,4 Mrd. \$ zu erwerben. CEO Jenisch pries die Transaktion als «Meilenstein in der Transformation von LafargeHolcim» an. Nicht zu Unrecht, denn der Konzern steigt damit in das Geschäft mit Abdichtungs- und Isolationssystemen für Flachdächer ein und verringert so seine Abhängigkeit vom Zementgeschäft, das kapitalintensiv ist und wegen der CO<sub>2</sub>-Emissionen bei Investoren, die auf Nachhaltigkeit achten, auf Abneigung stösst.

Mit dieser Übernahme und allfälligen Anschlusskäufen – LafargeHolcim will globaler Marktführer bei Flachdachsystemen werden – werden die Nettoschulden des Konzerns wieder steigen. Aber CEO Jenisch hat zugesichert, dass das Verschuldungslimit nicht überschritten resp. die Nettoverschuldung nicht über das Zweifache des Ebitda hinaus erhöht werden soll. Das Ziel ist, eine anlagewürdige Bonität zu behalten: Zurzeit wird LafargeHolcim von S&P wie Moody's mit BBB resp. Baa2 eingestuft und damit im Investment-Grade-Bereich.

Eben hat Jenisch gegenüber der Agentur AWP erklärt, dass es bei Firestone Building Products mit Blick auf Umsatz wie Marge besser laufe als Anfang Jahr angenommen. Die Aussichten stehen also gut, dass diese Übernahme wertschaffend ist und letztlich Aktionären wie Anleiensgläubigern zugutekommt.

## **Oben auf die Agenda setzen**

Seit langem ist im Trend zu beobachten, dass die Unternehmen ihr

Kapital einseitig zugunsten der Aktionäre allozieren. Das zeigt sich insbesondere auch an der steigenden Verschuldung, die schon vor der Pandemie ein kritisches Mass erreicht hat.

Grundsätzlich ist eine Kapitalallokation, die die finanzielle Solidität und damit die Bedürfnisse der Anleiensgläubiger ebenfalls hoch gewichtet, aber auch im langfristigen Interesse der Aktionäre. Die Berater von Pilfor geben in ihrem Studienpapier der Hoffnung Ausdruck, dass das Thema Kapitalallokation auf der Agenda der Managementteams und Verwaltungsräte nun in nützlicher Frist nach oben rückt.

Denn künftig dürften die Mittel für die Unternehmen wieder knapper werden. Das würde eigentlich erst recht für eine ausgewogenere Kapitalallokation sprechen, die kurzfristige und langfristige Interessen von Aktionären und von Anleiensgläubigern zum Ausgleich zu bringen vermag.

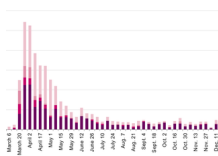


#### ANALYSE

### SGS und Sika fallen mit einer aggressiven Kapitalallokation auf

Beim Warenprüfer und dem Bauchemieunternehmen hat sich die Kapitalstruktur markant verschlechtert. Das birgt auch Risiken für die Aktien.

Andreas Kälin 03.02.2021



#### GRAFIK DER WOCHE

### Covid-19 erodiert die Kreditwürdigkeit von mehr als 2000 Emittenten

Der Höhepunkt der Bonitätsherabstufungen ist zwar überschritten. Dennoch zeichnet sich schon ab, dass 2021 mehr als 1000 weitere Ratingaktionen zu erwarten sind.

Ruedi Keller 22.12.2020



#### DAS INTERVIEW

### «Die Verschuldung der Unternehmen hat ein kritisches Mass erreicht»

Daniel Pfister, Geschäftsführer des Bonitätsinstituts Independent Credit View (I-CV), erläutert im Interview, warum der Kreditzyklus sich in einer Spätphase befindet. Die Frage sei nicht, ob der Markt korrigiere, sondern wann.

Andreas Kälin 18.02.2020





---

Copyright © The Market Media AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung,  
Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne  
vorherige ausdrückliche Erlaubnis von The Market Media AG ist nicht gestattet.