

Wie sich Aktienrückkäufe  
auf die Performance  
auswirken.

# Wie sich Aktienrückkäufe auf die Performance auswirken.

von Maximilian Kunz, Senior Analyst, HQ Trust

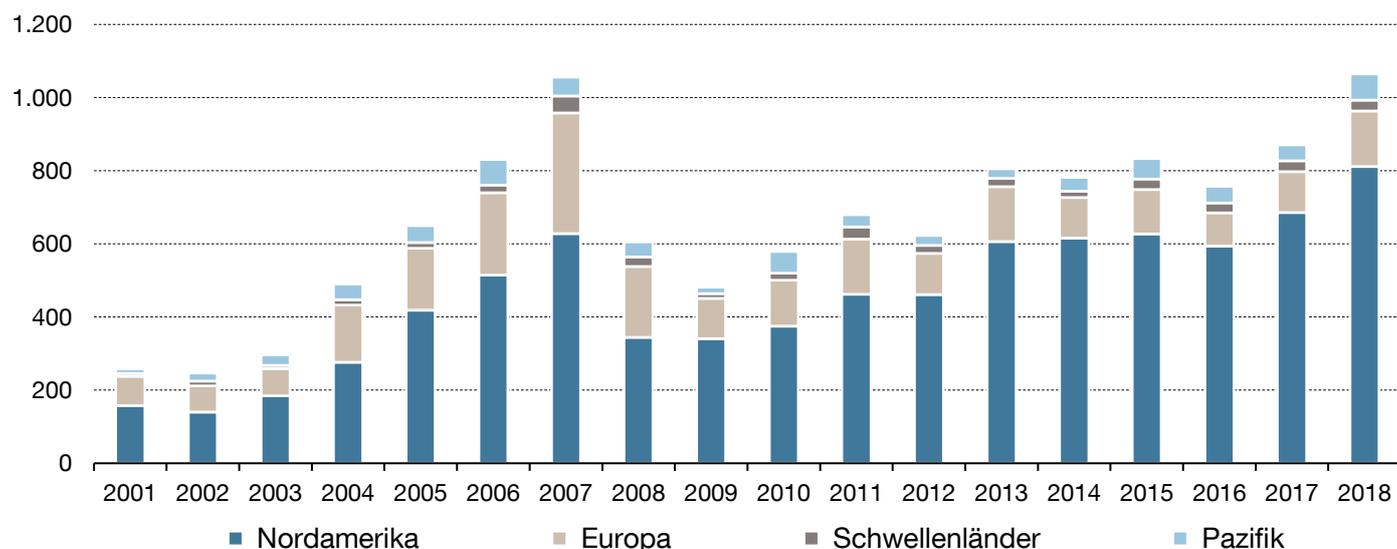
*Der Einfluss von Aktienrückkäufen auf die regionale Performance ist geringer als viele Anleger annehmen: In der vergangenen Dekade wären US-Aktien auch ohne diesen Effekt mit Abstand die beste Region gewesen.*

Europäische Anleger dürften mit der Wertentwicklung ihres heimischen Aktiendepots zufrieden sein. In den vergangenen zehn Jahren kamen europäische Aktien immerhin auf ein Plus von 7 Prozent pro Jahr. Ähnlich gut schnitten Papiere aus den Schwellenländern ab.

Mit US-Aktien konnten diese Titel aber bei weitem

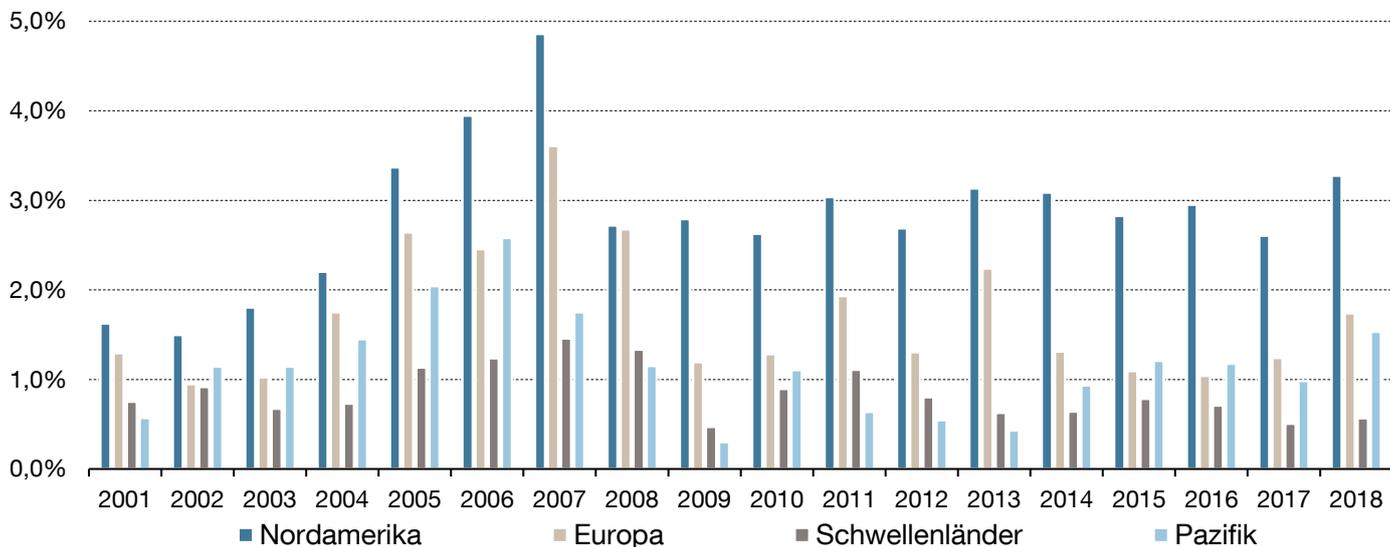
nicht mithalten: Der S&P 500 gewann in der vergangenen Dekade 380 Prozent hinzu. Das sind 16,9 Prozent pro Jahr.

Als Grund für die unterschiedliche Kursentwicklung in den Regionen sind in den vergangenen Monaten Aktienrückkäufe immer stärker in den Fokus der Diskussion gerückt. Das hohe Volumen der Rückkäufe in den USA wird von vielen Marktteilnehmern sogar als Haupttreiber für die Outperformance genannt. Als Beweis für ihre These werden gerne Daten vorgelegt, welche die Volumina der Aktienrückkäufe über die verschiedenen Regionen zeigen.



Grafik 1. Globale Aktienrückkäufe in Milliarden US-Dollar.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Quelle: Refinitiv Datastream



Grafik 2. Regionale Aktienrückkäufe im Verhältnis zur Marktkapitalisierung<sup>2</sup>

Diese Daten verleiten jedoch dazu, falsche Schlüsse zu ziehen, da die höheren Rückkauf-Volumina in den USA zum Teil auf die höhere Marktkapitalisierung dieser Region zurückzuführen sind. Ein realistischeres Bild bekommen Anleger daher, wenn sie die Aktienrückkäufe ins Verhältnis zur Marktkapitalisierung setzen. Wie bei dieser Berechnung vorgegangen wurde, zeigt der Blick auf Apple: Das Unternehmen hat im Jahr 2018 eigene Aktien im Gegenwert von rund 67 Milliarden Dollar zurückgekauft. Da Apple über einen Börsenwert von 1,1 Billionen Dollar verfügt, hat der Tech-Konzern im vergangenen Jahr gut 6 Prozent seiner Marktkapitalisierung selbst aufgekauft. Diese beispielhafte Berechnung wurde für alle Unternehmen durchgeführt und mit den jeweiligen Indexgewichten der Aktien gewichtet.

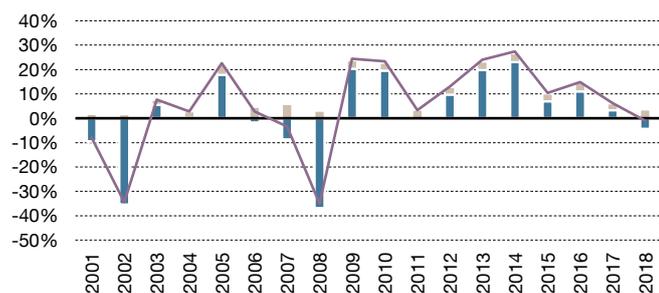
Als Ergebnis kann man in dieser Grafik erkennen, dass die Aktienrückkäufe in den USA zwar immer noch signifikant

höher sind als in den übrigen Regionen. Allerdings hat sich ihr Verhältnis deutlich verringert: Standen die US-Unternehmen bei der eher oberflächlichen Betrachtung in Grafik 1 noch für 76,2 Prozent aller Rückkäufe, sind es bei einer marktgewichteten Auswertung nur noch 46 Prozent.

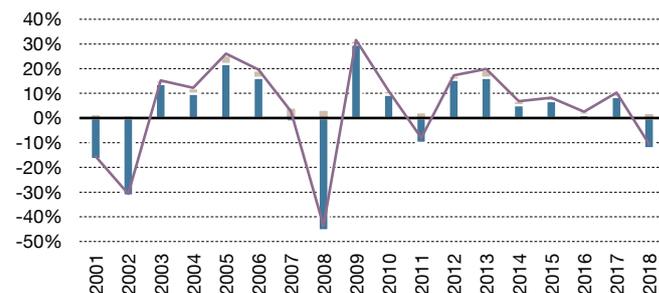
### Wie groß ist der Effekt der Aktienrückkäufe auf die Outperformance?

Offen bleibt die Frage, wie stark die Aktienrückkäufe die bessere Entwicklung einer Region gegenüber anderen erklären. Berechnet man den Effekt, den diese Rückkäufe auf die Performance haben – und separiert diesen von der Performance der jeweiligen Region, erhält man folgendes Bild:

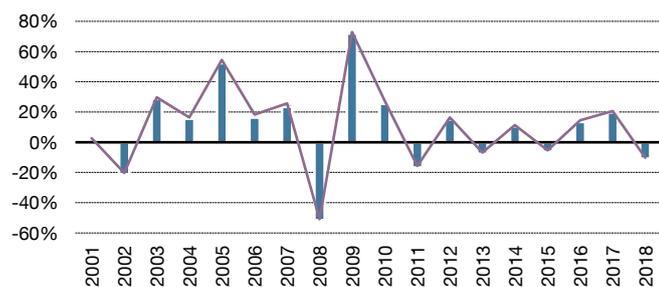
Anteil Share Buybacks Nordamerika



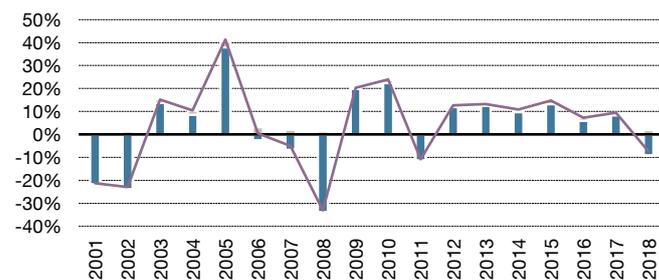
Anteil Share Buybacks Europa



Anteil Share Buybacks Schwellenländer



Anteil Share Buybacks Pazifik



Grafik 3. Jährlicher Effekt der Aktienrückkäufe pro Region<sup>3</sup>

■ Netto Performance inkl. Dividenden    
 ■ Effekt durch Aktienrückkäufe    
 ■ Performance ohne Aktienrückkäufe

<sup>2,3</sup> Quelle: Refinitiv Datastream

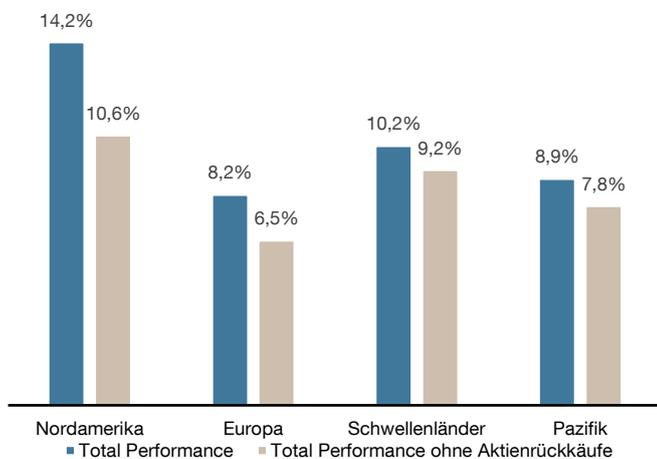
Zur Berechnung der Grafik: Im Beispiel von Apple hätte der Effekt auf die Performance im Jahr 2018 bei 6,5 Prozent gelegen, da sich die gleiche Marktkapitalisierung auf eine kleinere Zahl an Aktien aufgeteilt hätte. Dieser Performanceeffekt kann ebenfalls mit dem jeweiligen Indexgewicht verrechnet werden – und man erhält den Effekt auf den Gesamtindex. Insgesamt beläuft sich der Effekt im Jahr 2018 in Nordamerika auf +3,64 Prozent.

Allerdings hat der Index -0,98 Prozent Ertrag inklusive Dividenden und des Effekts der Aktienrückkäufe erwirtschaftet. Rechnet man diesen Effekt aus der Indexzeitreihe heraus, kommt man auf -4,45 Prozent. Das bedeutet: Ohne den Rückkauf-Effekt wäre das Ergebnis des Indexes deutlich schlechter ausgefallen.

Diese Rechnung setzt natürlich voraus, dass die Unternehmen mit dem für die Rückkäufe verwendeten Kapital ansonsten keinen Ertrag erwirtschaftet hätten.

### Die Diskussion um Aktienrückkäufe beleuchtet nur eine Seite der Medaille

Die Outperformance der Region Nordamerika läuft seit dem Ende der Finanzkrise. Blickt man auf den Zeitraum vom 1. Januar 2009 bis zum 31. Dezember 2018 hat die Region insgesamt um 14,2 Prozent p.a. zugelegt, was einer Überrendite von vier bis sechs Prozent gegenüber den restlichen Regionen entspricht. Auch nach Bereinigung um den Effekt der Aktienrückkäufe bleibt hier eine deutlich bessere Entwicklung übrig:



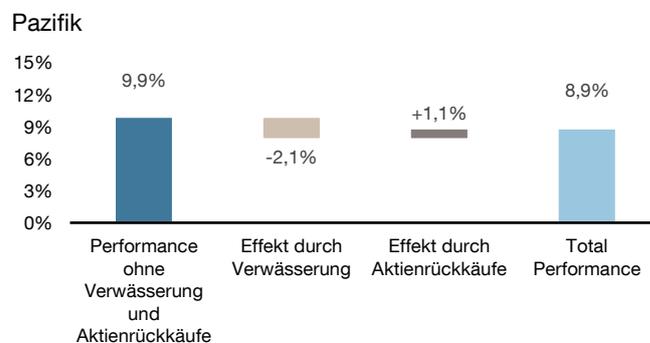
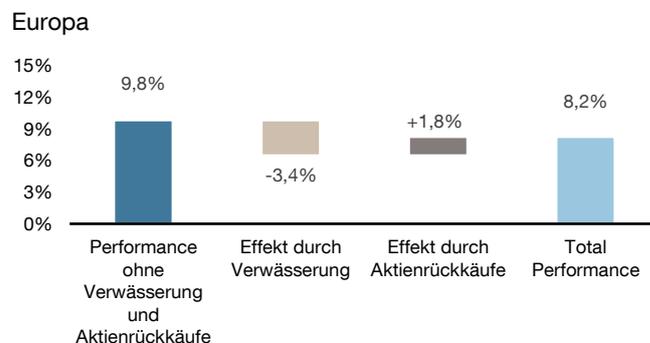
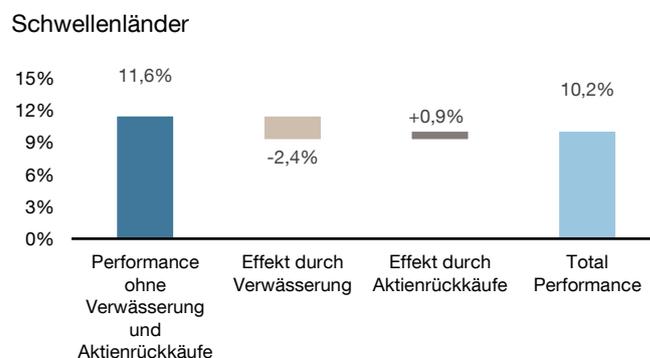
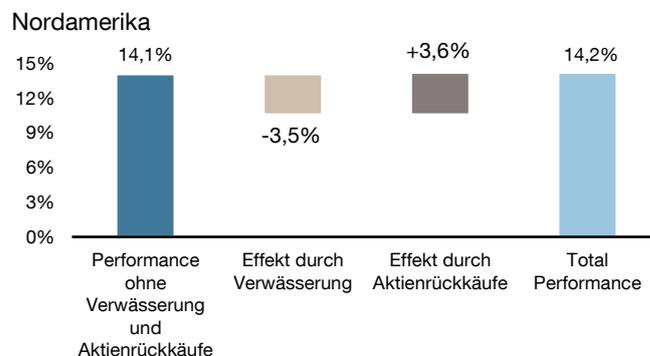
Grafik 4. Gesamtertrag der Region, bereinigt um den Effekt der Aktienrückkäufe von 1.1.2009 bis 31.12.2018.<sup>4</sup>

Die singuläre Betrachtung von Aktienrückkäufen führt allerdings zu einem unvollkommenen Bild, da die Neuausgabe von Aktien hier außen vorgelassen wird. Nimmt man diesen Effekt zu der Analyse hinzu, erhält man ein aussagekräftigeres Bild.

Demnach ist Nordamerika die einzige Region, bei der sich die Aktienanzahl in den vergangenen Jahren netto verringert hat. In allen weiteren Regionen hat eine Netto-Verwässerung der Aktionäre stattgefunden: In Europa, den Schwellenländern sowie der Pazifik-Region war der Verwässerungseffekt durch

die Ausgabe neuer Aktien stärker als der Performance-Effekt durch die Aktienrückkäufe.

Das bedeutet: Auch diese Auswertung lässt das Ergebnis erkennen, dass Nordamerika nach Bereinigung um die Effekte von Aktienrückkäufen und Neuausgabe von Aktien die Region mit der stärksten Entwicklung ist. Zwar geht die Outperformance zurück, doch bleibt je nach Region weiterhin ein Mehrertrag von 2,5 bis 4,3 Prozent p.a. übrig:



Grafik 5. Vergleich der Regionen von 1.1.2009 bis 31.12.2018: Performance p.a., bereinigt um Aktienrückkäufe und Verwässerungen.<sup>5</sup>

<sup>4 5</sup> Quelle: Refinitiv Datastream

## Fazit

Der Effekt von Aktienrückkäufen ist in Nordamerika am stärksten ausgeprägt. Diese erklären die Outperformance von Nordamerika jedoch nur teilweise: Seitdem die Outperformance nordamerikanischer Aktien im Jahr 2009 begonnen hat, ist die Region auch nach Bereinigung um den „Buyback-Effekt“ die Region mit der besten Performance.

Eine vollständige Analyse sollte nicht nur Aktienrückkäufe betrachten, sondern auch die Neuausgabe von Aktien. Hinzu kommt die unterschiedliche Sektor-Komposition der Regionen, welche bei den Effekten von Aktienrückkäufen und Dividenden ebenfalls eine entscheidende Rolle spielt.

Ein weiterer wichtiger Faktor bei der Betrachtung regionaler Unterschiede von Aktienrückkäufen ist zudem, dass es für Unternehmen in USA teils attraktiver ist, die Gewinne zu verwenden, um eigene Aktien zurückzukaufen als diese Gewinne in Form einer Dividende auszuschütten – was das bevorzugte Mittel in Europa ist.

Notwendige Voraussetzung ist zudem, dass die Unternehmen über das Kapital verfügten, um die Käufe durchzuführen. Sofern die Unternehmen diese nicht über Fremdkapital finanzieren, stellen sie eben auch einen Mehrertrag dieser Unternehmen dar: Schließlich muss das nötige Kapital irgendwann erwirtschaftet worden sein.

Doch auch bei dieser Betrachtung kommt man zu dem Ergebnis, dass Nordamerika nach Bereinigung um diesen Effekt die bestperformende Region seit 2009 ist.

## Zum Autor

Maximilian Kunz ist seit 2016 bei HQ Trust im Bereich Portfoliomanagement tätig und dort unter anderem für die Portfoliokonstruktion und die hausinterne Analyse von liquiden Anlageprodukten verantwortlich. Er arbeitet im Bereich der Strategischen Asset Allokation und verfügt über umfangreiche Erfahrung in der Analyse und Entwicklung quantitativer Multi-Faktor-Portfolien. Maximilian Kunz absolvierte ein Studium der Wirtschaftsmathematik (M. Sc.) an der Universität Mannheim mit Schwerpunkt Finanzmathematik.



## Zu HQ Trust

HQ Trust ist das Multi Family Office der Familie Harald Quandt. Wir kümmern uns um das Vermögen von Privatpersonen, Familien, kirchlichen Einrichtungen und Stiftungen sowie institutionellen Anlegern, wie Pensionskassen und Versorgungswerke. Unser Team bietet Dienstleistungen in den Bereichen Family Office, Fiduciary Management, Private Vermögensverwaltung sowie Alternative Investments.

## Disclaimer

Dieser Bericht dient nur zur Information des Empfängers. Ohne Zustimmung von HQ Trust GmbH dürfen diese Informationen nicht vervielfältigt und/oder Dritten zugänglich gemacht werden. Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung, eine Finanzanalyse noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder eine sonstige Empfehlung im Sinne des WpHG dar. Der Zweck dieses Berichts ist die Unterstützung der Diskussion mit HQ Trust über die Anlagemöglichkeiten, die unseren Kunden zur Verfügung stehen. Obwohl der Text auf Informationsquellen beruht, die wir für verlässlich erachten, kann doch keinerlei ausdrückliche oder stillschweigende Garantie, Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich ihrer Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Qualität übernommen werden. Der Text stellt weder eine allgemeine Anleitung für Investitionen noch eine Grundlage für spezifische Investmententscheidungen dar. Des Weiteren gibt er keine impliziten oder expliziten Empfehlungen in Bezug auf die Art und Weise, in der Kundenvermögen investiert werden sollte bzw. werden wird.

Soweit in diesem Dokument Indizes dargestellt oder auf diese Bezug genommen wird, ist zu berücksichtigen, dass die benutzten Indizes keine Management- oder Transaktionskosten beinhalten. Investoren können nicht direkt in Indizes investieren. Verweise auf Marktindizes oder zusammengesetzte Indizes, Benchmarks oder andere Maße der relativen Marktperformance über eine spezifizierte Zeitperiode (die Benchmark) werden nur zur Information zur Verfügung gestellt. Bezugnahmen auf diese Benchmark implizieren nicht, dass das Portfolio Rendite, Volatilität oder andere Ergebnisse ähnlich wie die Benchmark erzielt. Die Zusammensetzung der Benchmark reflektiert unter Umständen nicht die Art und Weise in der das Portfolio konstruiert ist in Bezug auf erwartete und tatsächliche Rendite, Portfolio Richtlinien, Restriktionen, Sektoren, Korrelationen, Konzentration, Volatilität oder Tracking Error Ziele, die alle über die Zeit variieren können. Verweise auf Marktindizes oder zusammengesetzte Indizes, Benchmarks oder andere Maße der relativen Marktperformance über eine spezifizierte Zeitperiode (die Benchmark) werden nur zur Information zur Verfügung gestellt. HQ Trust gibt keine Haftungserklärung oder Verpflichtung ab, dass die Performance des Kundenvermögens der Benchmark entspricht, sie übertrifft oder ihr folgt. Frühere Wertentwicklungen eines Index, einer Benchmark oder anderer Maße sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Der Bericht stellt kein Angebot oder Aufforderung zum Kauf an Personen mit Sitz in Ländern, in deren Gerichtsbarkeit ein solches Angebot oder Aufforderung zum Kauf nicht autorisiert ist oder an Personen, bei denen es ungesetzlich wäre, ein solches Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf abzugeben, dar. Es liegt in der Verantwortung jeder Person oder jedes Personenkreises, die dieses Material im Besitz hat, sich selbst zu informieren und alle anwendbaren

Gesetze und Regularien jeder relevanten Gerichtsbarkeit zu beachten.

Die dargestellten Meinungen entsprechen ausschließlich unseren aktuellen Ansichten zum Zeitpunkt der Übergabe des Berichts und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein.

Bestimmte Transaktionen, insbesondere solche, die Futures, Optionen und hochverzinsliche Anleihen, sowie Investments in Emerging Markets umfassen, haben unter Umständen den Effekt, dass sie das Risiko substantiell erhöhen und somit nicht für alle Investoren geeignet sind. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen einem Währungsrisiko und können infolge von Kursschwankungen einen negativen Effekt auf den Wert, den Preis oder das mit diesen Investments erzielte Einkommen haben. Solche Investments sind ebenfalls betroffen, wenn Devisenbeschränkungen eingeführt werden sollten oder andere Gesetze und Restriktionen bei diesen Investments Anwendung finden. Investments, die in diesem Text erwähnt werden, sind nicht notwendigerweise in allen Ländern erhältlich, eventuell illiquide oder nicht für alle Investoren geeignet. Investoren sollten sorgfältig prüfen, ob ein Investment für ihre spezifische Situation geeignet ist und sich hierbei von HQ Trust beraten lassen. Der Preis und der Wert von Investments, auf die sich dieser Bericht bezieht, können steigen oder fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Investoren nicht das ursprünglich eingesetzte Kapital zurückerhalten. Die historische Performance ist kein Richtwert für die zukünftige Performance. Zukünftige Erträge sind nicht garantiert und ein Verlust des eingesetzten Kapitals kann auftreten.

Die zuständige Aufsichtsbehörde für HQ Trust ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

**HQ Trust GmbH**

Harald Quandt Haus  
Am Pilgerrain 17  
61352 Bad Homburg v.d. Höhe  
Deutschland

T +49 6172 402 850

F +49 6172 402 859

[www.hqtrust.de](http://www.hqtrust.de)

