

BEAT AFFOLTER
MEHDI MOSTOWFI
THOMAS RÜFFIEUX

INVESTITIONS- UND AUSSCHÜTTUNGSVERHALTEN KOTIERTER SCHWEIZER UNTERNEHMEN

Eine empirische Untersuchung von 101 Unternehmen zwischen 2001 und 2018

Affolter und Mostowfi zeigten 2019, dass der Einfluss des Tiefzinsumfelds auf das Finanzierungsverhalten der Schweizer Unternehmen deutlich geringer ist als erwartet. Zur weiteren Vertiefung dieses Zusammenhangs wird im Folgenden untersucht, wie sich die Nachfrageseite nach Kapital (Mittelverwendung im Unternehmen) im Laufe der Zeit verändert hat.

1. EINFÜHRUNG

Wie in einer vor wenigen Monaten im Expert Focus erschienenen Untersuchung zum Thema «Auswirkungen der Niedrigzinsphase auf die Unternehmensfinanzierung in der Schweiz» von Affolter und Mostowfi dargelegt, hat das Niedrigzinsumfeld insgesamt keine Auswirkungen auf die Verschuldungsquote kotierter Schweizer Unternehmen gezeigt [1]. Als Grund hierfür wurde angeführt, dass die im Untersuchungssample befindlichen Unternehmen in den letzten Jahren aufgrund ausreichend vorhandener Innenfinanzierungsmöglichkeiten bis auf wenige Ausnahmefälle keinen grösseren externen Kapitalbedarf hatten und aus Gründen, die sich durch auf asymmetrischer Informationsverteilung basierende Kapitalstrukturmodelle erklären lassen, nicht von der Möglichkeit Gebrauch gemacht haben, Eigenkapital durch Fremdkapital zu ersetzen. Im Folgenden wollen die Autoren nun der Frage nach der Entwicklung des Kapitalbedarfs aus der Nachfragesperspektive nachgehen, also der Mittelverwendung im Unternehmen. Zu diesem Zweck untersuchen die Autoren das Investitions- und das Ausschüttungsverhalten anhand der bereits von Affolter und Mostowfi 2019 verwendeten Stichprobe an der Schweizer Börse kotierter Unternehmen im Zeitraum zwischen 2001 und 2018 [2]. Während das Finanzierungsverhalten dort auf aggregierter Ebene anhand der Bankenstatistik auch für nichtkotierte Unternehmen beobachtet werden konnte, fo-

kussieren die Autoren für die vorliegende Fragestellung kotierte Unternehmen, da nur für dieses Segment Informationen in genügendem Detaillierungsgrad vorhanden sind.

Analog der Untersuchung zum Finanzierungsverhalten haben die Autoren auch für die folgende Analyse Daten sämtlicher zwischen 2001 und 2018 durchgängig an der Schweizer Börse kotierter Unternehmen berücksichtigt, unter Ausschluss der Finanzunternehmen und Beteiligungsgesellschaften. Als Datenquelle diente, wie bereits 2019, die Finanzinformationsplattform Bloomberg. Während des Untersuchungszeitraums dekotierte oder übernommene Unternehmen wurden aus der Stichprobe entfernt. Des Weiteren wurden nur Unternehmen berücksichtigt, die seit dem Anfang des Untersuchungszeitraums kotiert waren. Schliesslich blieb für den genannten Untersuchungszeitraum ein Sample von 101 Unternehmen übrig [3].

2. INVESTITIONSVERHALTEN

Zur Analyse der Auswirkungen der Zinssatzentwicklung auf die Entwicklung der Investitionspolitik (Kapitalnachfrage) der Unternehmen gilt es, die Veränderung der Investitionstätigkeit aus verschiedenen Positionen der Jahresabschlüsse der Unternehmen zu extrahieren.

Als Investitionen im engeren Sinne definieren die Autoren die Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E), Kapitalgüter (CAPEX), immaterielle Güter (Intangibles) und Un-



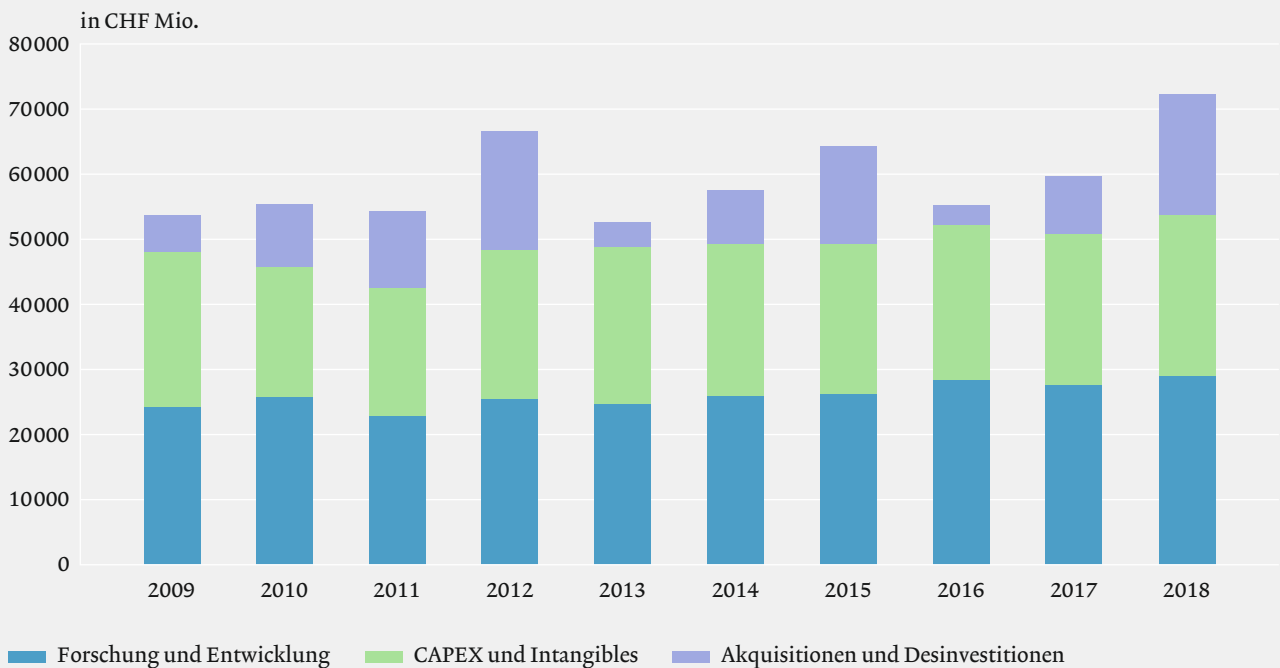
BEAT AFFOLTER,
DR., DOZENT, PROJEKT-
LEITER CORPORATE
FINANCE, INSTITUT
FINANCIAL MANAGEMENT,
ZHAW SCHOOL OF
MANAGEMENT AND LAW



MEHDI MOSTOWFI,
PROF. DR., STV. LEITER,
INSTITUT FINANCIAL
MANAGEMENT, ZHAW
SCHOOL OF MANAGEMENT
AND LAW

Abbildung 1: **AGGREGIERTE GESAMTINVESTITIONEN OHNE INVESTITIONEN IN DAS NET WORKING CAPITAL**

n=101



Datenquelle: Bloomberg

ternehmensübernahmen (Akquisitionen) abzgl. der entsprechenden Devestitionen. Im weiteren Sinne umfassen die Investitionen (Desinvestitionen) auch die Zunahme (Abnahme) des Nettoumlaufvermögens (Net Working Capital) [4]. Diese Unterscheidung erlaubt in einem ersten Schritt eine differenzierte Analyse der Investitionstätigkeit in längerfristige Anlagewerte ohne Berücksichtigung der stärker schwankenden Veränderung des Nettoumlaufvermögens. *Abbildung 1* stellt diese aggregierten Netto-Gesamtinvestitionen ohne Net Working Capital aufgegliedert nach den einzelnen Positionen F&E, CAPEX und Intangibles sowie Akquisitionen dar. Aufgrund fehlender Daten zwischen 2001 und 2008 können die Autoren nur die Entwicklung für den Zeitraum von 2009 bis 2018 zeigen.

Die aggregierten Gesamtinvestitionen ohne Net Working Capital schwanken über den betrachteten Zeitraum um einen Durchschnittswert von rund CHF 59 Mrd., ohne dass ein struktureller Trend identifiziert werden kann. Werden die einzelnen Positionen betrachtet, so zeigt sich, dass sich

sowohl die Ausgaben für F&E als auch die Ausgaben für CAPEX und Intangibles relativ konstant um ihren jeweiligen Mittelwert bewegen (CHF 26 Mrd. für F&E und CHF 23 Mrd. für CAPEX und Intangibles), während die zu beobachtende Schwankung der Gesamtinvestitionen nahezu vollständig auf die zyklische Position der Akquisitionen zurückzuführen ist (bei einem Mittelwert von ca. CHF 10 Mrd.). Die Niedrigzinsphase der letzten Jahre scheint somit zu keinem sichtbaren Anstieg in den aggregierten Gesamtinvestitionen resp. zu keiner erhöhten Kapitalnachfrage der Unternehmen geführt zu haben, wie dies gemäss gängiger Theorie zu erwarten gewesen wäre.

Betrachtet man, wie in *Abbildung 2* dargestellt, separat die Entwicklung des Medians der Investitionen unter Ausschluss der als zyklisch geltenden und vor allem bei grösseren Unternehmen zu beobachtenden Akquisitionstätigkeit, so lässt sich im Gegensatz zu den aggregierten Werten der letzten Jahre sehr wohl eine steigende Investitionstätigkeit feststellen. Dies deutet darauf hin, dass die kleineren Unternehmen ihre Investitionstätigkeit ausgebaut haben, was auf aggregierter Ebene aufgrund der Grössenunterschiede jedoch nicht ins Gewicht fällt.

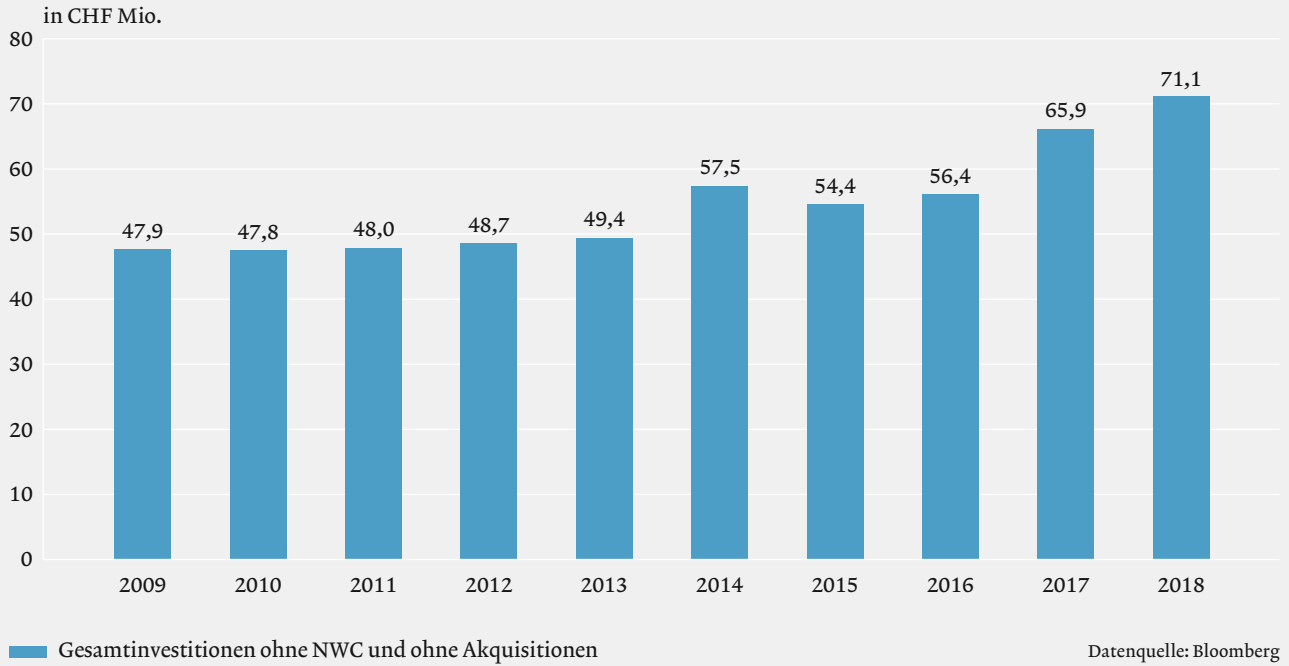
In einem zweiten Schritt wird die Veränderung des Net Working Capital untersucht. Wenn Unternehmen wachsen, ist eine zusätzliche Kapitalbindung im Nettoumlaufvermögen zu erwarten, da eine Wachstumsstrategie zumeist den Ausbau des Lagerbestands und eine Zunahme der Debitoren bedingt. Gleichzeitig haben in den vergangenen Jahren viele Unternehmen ihr Net Working Capital gezielt optimiert (sprich reduziert), um Kapital freizusetzen. Die Auswertung



THOMAS RÜFFIEUX,
DR., PROJEKTLEITER
CORPORATE FINANCE,
INSTITUT FINANCIAL
MANAGEMENT, ZHAW
SCHOOL OF MANAGEMENT
AND LAW

Abbildung 2: **MEDIAN DER GESAMTINVESTITIONEN OHNE BERÜCKSICHTIGUNG VON NET WORKING CAPITAL UND AKQUISITIONEN**

n=101



der aggregierten Net-Working-Capital-Positionen in *Abbildung 3* zeigt eine Phase von eher steigendem Netto-Umlauf-

vermögen zwischen 2003 und 2007, gefolgt von einer eindeutigen Tendenz zur Freisetzung von flüssigen Mitteln bzw.

Abbildung 3: **AGGREGIERTE ENTWICKLUNG DES NET WORKING CAPITAL EXKL. FLÜSSIGER MITTEL UND KURZFRISTIGER VERBINDLICHKEITEN**

n=101

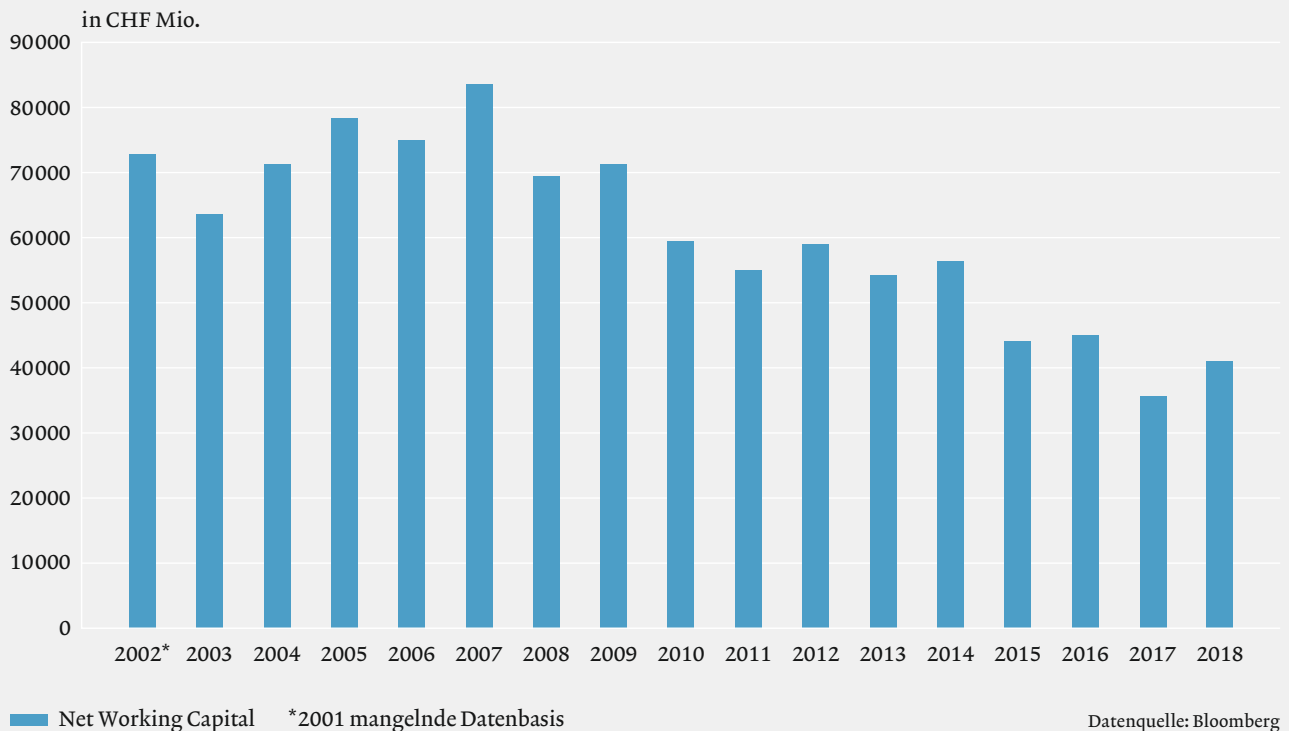
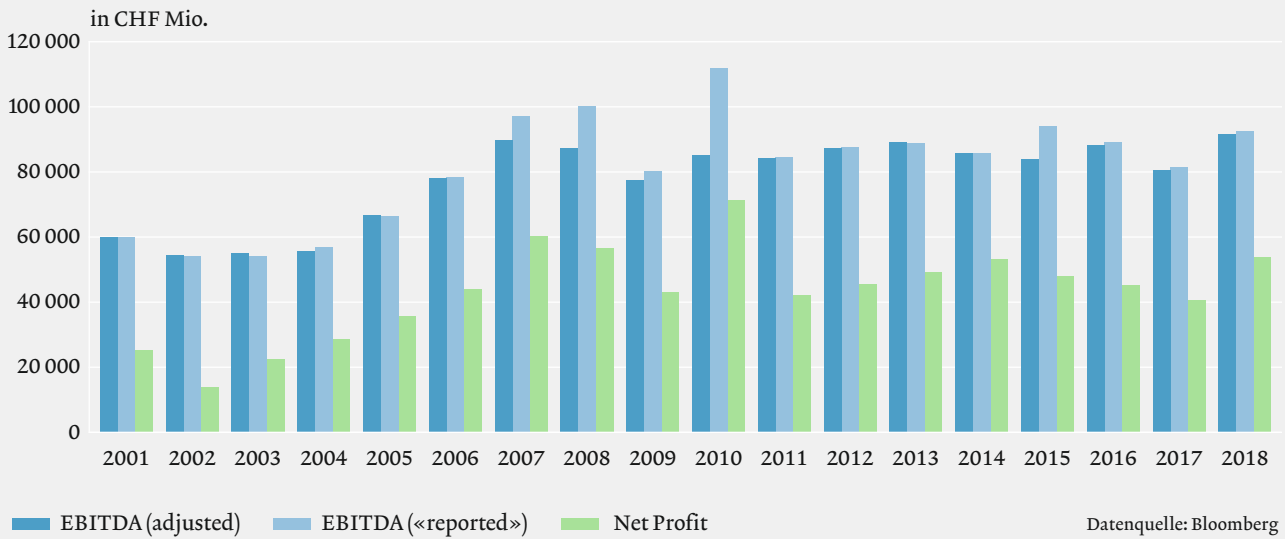


Abbildung 4: **DARSTELLUNG DER «REPORTED» UND DER «ADJUSTED» EBITDAS SOWIE DER NET PROFITS ÜBER DIE BETRACHTUNGSPERIODE 2001 BIS 2018**

n=101



einer Abnahme im Netto-Umlaufvermögen. Eine Analyse der Median-Werte führt zu einer ähnlichen Schlussfolgerung, wenn auch weniger stark ausgeprägt. Die Untersuchung spiegelt wider, dass Unternehmen im Nachgang zur Finanzkrise im Jahre 2008 dem Cash Management eine grössere Bedeutung beigemessen haben.

Insgesamt zeigen die Resultate, dass die Unternehmen das Niedrigzinsumfeld nicht für zusätzliche Investitionen nutzten resp. die tiefen Zinsen aufseiten des hier beobachteten Ausschnitts der Realwirtschaft nicht zu einer höheren Kapitalnachfrage geführt haben. Es stellt sich folglich die Frage, wie die Unternehmen die erwirtschafteten und durch

Abbildung 5: **DIVIDENDENAUSCHÜTTUNGEN UND AKTIENRÜCKKÄUFE AUF AGGREGIERTER BASIS ZWISCHEN 2001 UND 2018**

n=101

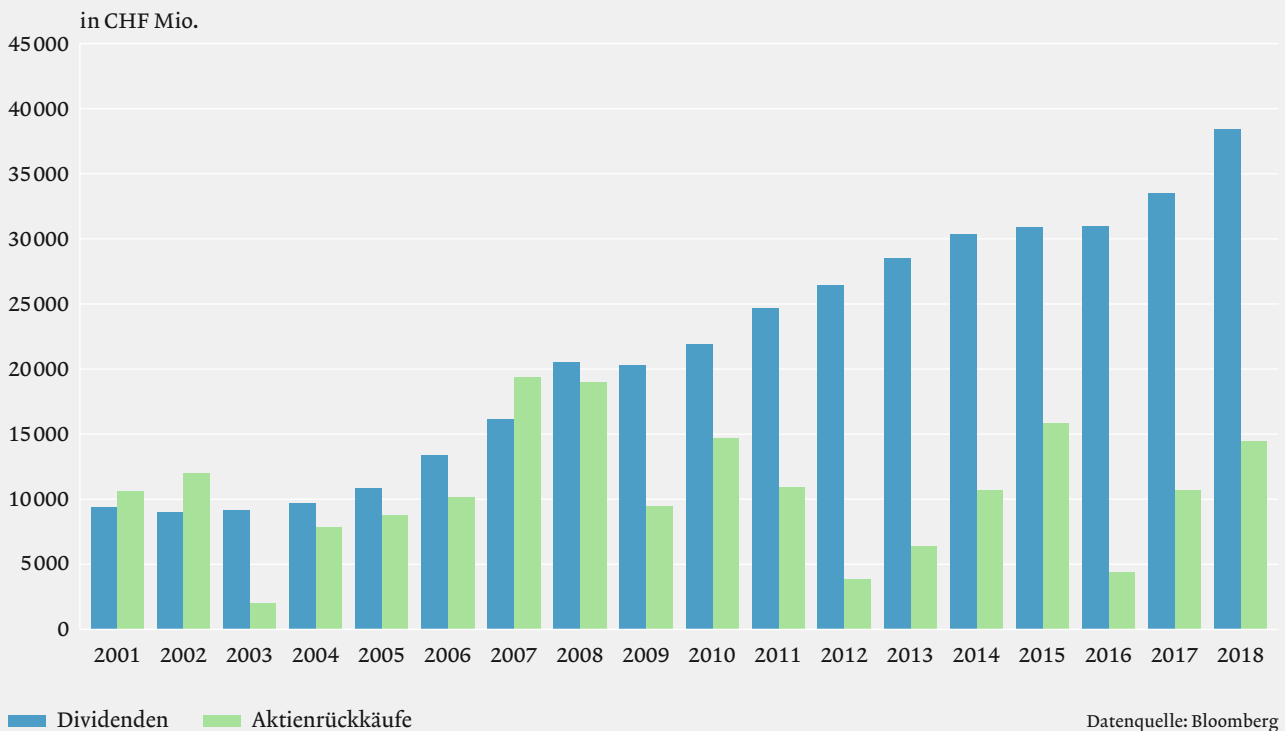
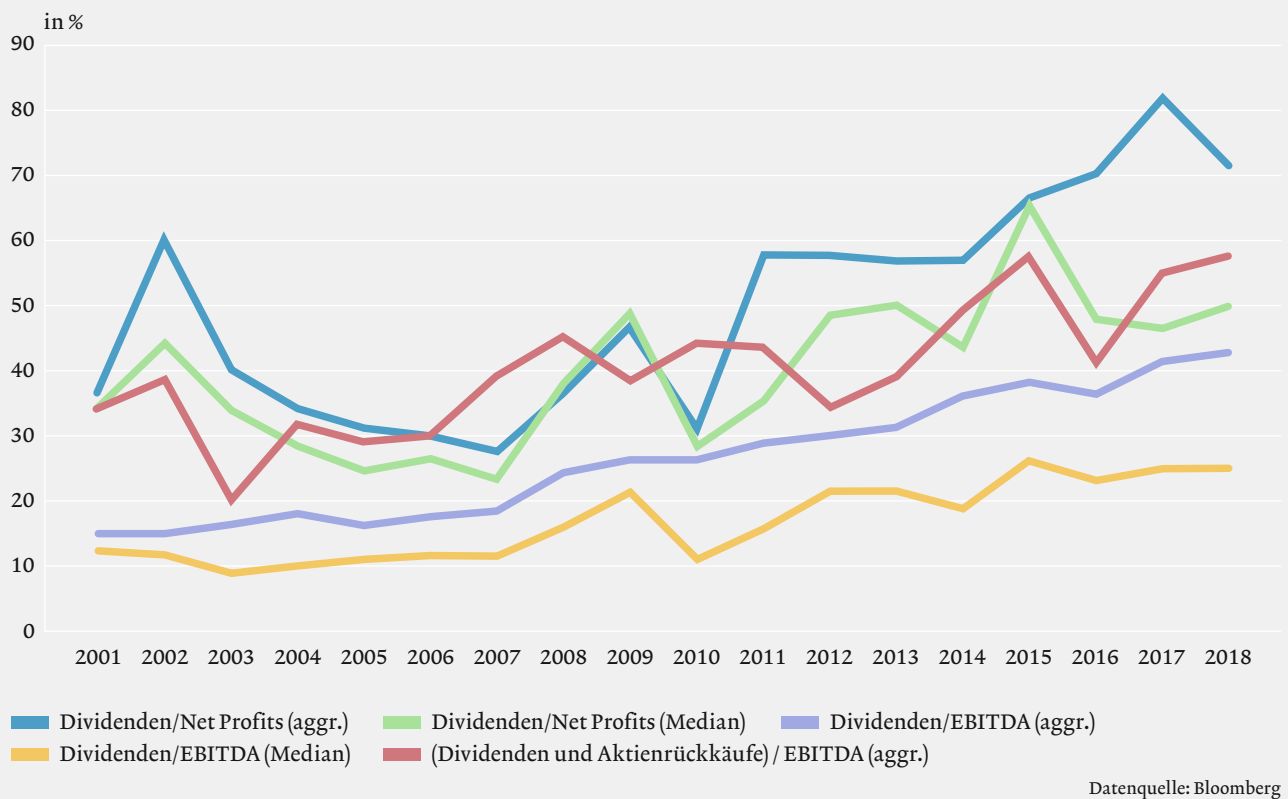


Abbildung 6: **DARSTELLUNG DER ENTWICKLUNG DER AUSSCHÜTTUNGSQUOTEN ÜBER DEN ZEITRAUM DER JAHRE 2001 BIS 2018**



Net-Working-Capital-Optimierung frei gewordenen Mittel stattdessen verwendet haben. Als mögliche Erklärung wird im Folgenden die (neben der Investitions- und Finanzierungsentscheidung) dritte wesentliche Entscheidungsdimension im Rahmen der finanziellen Unternehmensführung analysiert: das Ausschüttungsverhalten.

3. AUSSCHÜTTUNGSVERHALTEN

Als Grundlage für die Analyse des Ausschüttungsverhaltens werden zunächst die Entwicklung der EBITDAs als Näherungsgrösse für die erwirtschafteten operativen Cashflows sowie der ausgewiesenen Gewinne im Untersuchungszeitraum betrachtet. *Abbildung 4* zeigt auf aggregierter Basis die um ausserordentliche Einmalserträge bereinigten operativen Ergebnisse vor Abschreibungen [EBITDA («adjusted»)], wie sie von Bloomberg berechnet werden, die EBITDAs erweitert um Einmalserträge aus desinvestierten Geschäftseinheiten, im Folgenden als EBITDA («reported») bezeichnet sowie die ausgewiesenen Gewinne nach Steuern für die Unternehmen in der Stichprobe. Das EBITDA (reported) entspricht weitgehend dem EBITDA, das aus den im Geschäftsbericht ausgewiesenen Zahlen der Unternehmen ermittelt werden kann. Diese EBITDA-Grösse zeichnet sich durch eine bessere Vergleichbarkeit mit den Net Profits der einzelnen Jahre aus.

Abbildung 4 ist zu entnehmen, dass seit 2007 das aggregierte EBITDA (adjusted) sich auf einem weitgehend konstanten Niveau zwischen CHF 80 Mrd. und CHF 90 Mrd. bewegt (Eine Ausnahme stellt das Nachfinanzkrisenjahr 2009

dar). Die Net Profits sind dagegen grösseren Schwankungen unterworfen, die sich zum Teil mit den Einmalserträgen aus desinvestierten Einheiten (wie z. B. dem Ertrag in Höhe von CHF 26 Mrd., den Nestlé im Jahr 2010 aus dem Verkauf von Alcon erzielt hat) erklären lassen. Seit 2007 ist hier kein klarer Aufwärtstrend zu erkennen. Anders verhält es sich mit den ausgeschütteten Dividenden, wie *Abbildung 5* zu entnehmen ist. Diese sind innerhalb des Betrachtungszeitraums mit wenigen Ausnahmejahren stetig gestiegen, was zu einer Vervierfachung der ausbezahlten Gewinne im Jahr 2018 ver-

glichen mit dem Jahr 2001 geführt hat. Ebenfalls in *Abbildung 5* ausgewertet wurden die durchgeführten Aktienrückkäufe. Diesbezüglich ist der zyklische Charakter dieser Auszahlungsform klar erkennbar, aber auch die Tatsache, dass das Volumen an Aktienrückkäufen im Verhältnis zum Dividendenvolumen zwar kleiner, aber dennoch substanziell ist.

Abbildung 6 zeigt die Entwicklung der Ausschüttungsquoten, zum einen wie üblich als Anteil des Gewinns nach Steuern und zum anderen als Anteil des EBITDA (adjusted) sowohl auf aggregierter Basis als auch als Median [5]. Des Weiteren zeigt *Abbildung 6* auf aggregierter Basis die Summe der Dividenden und Aktienrückkäufe als Prozentsatz des EBITDA. Wie die getrennte Betrachtung der Gewinne und der Dividenden oben bereits erwarten lassen, sind die Ausschüttungsquoten im Betrachtungszeitraum sehr deutlich angestiegen. Auf aggregierter Basis haben sie sich gegenüber dem Jahr 2001 ungefähr verdoppelt. Der Anstieg ist allerdings in erster Linie dem Aufwärtstrend seit dem Jahr 2010 geschuldet. Hieraus lässt sich folgern, dass die Zunahme der Ausschüttungsquoten in erster Linie auf die Niedrigzinspolitik zurückzuführen ist. In den Jahren 2016 bis 2018 lag die Ausschüttungsquote als Anteil des Gewinns auf aggregierter Basis bei jeweils über 70% und als Median bei ca. 50%. Die Ausschüttungsquoten haben in den letzten Jahren aber auch einen signifikanten Anteil der Mittelverwendung in Bezug auf das erwirtschaftete EBITDA ausgemacht. Die Dividenden als Anteil des EBITDA (adjusted) betragen in den

letzten Jahren auf aggregierter Basis ca. 40% und der Median lag bei ca. 25%. Die Summe der Dividenden und der für Aktienrückkäufe eingesetzten Beträge haben in den letzten Jahren auf aggregierter Basis sogar jeweils mehr als 55% des erwirtschafteten EBITDA (adjusted) ausgemacht. Zu den Net Profits ins Verhältnis gesetzt, betrug die Summe der Dividenden und Aktienkäufe in den Jahren 2017 und 2018 sogar mehr als 100% (nicht in *Abbildung 6* gezeigt).

4. FAZIT

Während die Niedrigzinsphase, wie von Affolter und Mostowfi 2019 gezeigt, keine Auswirkungen auf das Finanzierungsverhalten und, wie in Abschnitt 2 der vorliegenden Untersuchung dargelegt, auf aggregierter Ebene auch keine Auswirkungen auf das Investitionsverhalten hatte, ist ihr Einfluss auf das Ausschüttungsverhalten beträchtlich. Dass es beim gegenwärtigen Zinsniveau für Unternehmen wenig Anreiz gibt, hohe Liquiditätsreserven zu halten und es für sie daher sinnvoll ist, überschüssige Liquidität, für die es keine operativen Einsatz- bzw. Investitionsmöglichkeiten gibt, den Aktionären zukommen zu lassen, ist intuitiv nachvollziehbar und wenig überraschend. Erstaunlich bleibt jedoch, dass die niedrigen Zinsen, die unabhängig vom Finanzierungsverhalten eine Senkung der Kapitalkosten der Unternehmen zur Folge haben, entgegen der Theorie nicht zu einer Zunahme kapitalwertpositiver realer Investitionsmöglichkeiten aus Sicht der Unternehmen führten. ■

Anmerkungen: 1) Vgl. Affolter, B., Mostowfi, M., Auswirkungen der Niedrigzinsphase auf die Unternehmensfinanzierung in der Schweiz, in: *Expert Focus*, 2019/8, S. 576–583. 2) Dieser Untersuchungszeitraum kann aufgrund mangelnder Datenverfügbarkeit nicht für alle untersuchten Teilfragen eingehalten werden. Einschränkungen sind im Text erwähnt. 3) Von Affolter und Mos-

towfi wurden auf diese Weise im Jahr 2019 100 Unternehmen identifiziert und untersucht. Für die im vorliegenden Artikel relevante Fragestellung ergibt sich aufgrund (leicht) besserer Datenverfügbarkeit ein Sample von 101 Unternehmen. 4) Das Net Working Capital (Nettoumlaufvermögen) wird zum Zweck dieser Untersuchung als Umlaufvermögen (ohne liquide Mittel und zur Veräusser-

ung gehaltene Aktiva) abzgl. des kurzfristigen nichtverzinslichen Fremdkapitals definiert. 5) Bei der Berechnung der Medianwerte wurden Unternehmen, die in einzelnen Jahren trotz Verlusten Dividenden ausgeschüttet haben, in den jeweiligen Jahren als positive Ausreisser behandelt.