



UNTERNEHMENSANALYSE 11/05/2015

Aktienrückkaufprogramme im DAX und MDAX

Wenige Rückkäufe und kaum Erfolg beim Timing

von PHILIPP IMMENKÖTTER

- DAX und MDAX Konzerne machen von der Möglichkeit eigene Aktien zurückzukaufen kaum Gebrauch. Fast alle Konzerne besitzen eine Ermächtigung zum Rückkauf, die aber als „Vorratsbeschluss“ zu verstehen ist und dem Management Flexibilität in der Kapitalallokation geben soll. Von einer allgemeinen Rückkaufabsicht kann man nicht sprechen.
- Im Vergleich zu Dividenden spielen Aktienrückkäufe in Deutschland nur eine untergeordnete Rolle und werden nur vereinzelt durchgeführt. Seit 2005 wurden 85 % des ausgeschütteten Kapitals in Dividenden gezahlt, nur 15 % durch Aktienrückkäufe.
- Rund 13 % der Geschäftsjahre der DAX und MDAX Konzerne seit 2005 weisen Aktienrückkäufe auf, die im Schnitt 3,9 % der Marktkapitalisierung entsprechen. Durch die Finanzkrise ist sowohl Volumen als auch die Anzahl der Rückkäufe drastisch zurückgegangen.
- Weniger als die Hälfte der DAX und MDAX Konzerne, die seit 2005 Aktienrückkäufe in einem bedeutenden Rahmen durchgeführt haben, bewiesen dabei ein gutes Timing. Sie kauften im Schnitt ein- bis zweimal in Phasen niedriger Kurse eigene Aktien zurück.

Möchte ein Unternehmen Kapital an seine Anteilseigner ausschütten, so kann es den Anteilseignern statt einer Dividende auch indirekt Wert durch Aktienrückkäufe zukommen lassen. Durch den Rückkauf eigener Aktien wird der Gewinn des Unternehmens unter weniger Anteilseignern aufgeteilt und das Angebot an gehandelten Aktien verknappt.

In den USA sind Aktienrückkäufe sehr populär, in Deutschland jedoch eher von seltener Natur. Von den 333 Mrd. Euro, die von den DAX und MDAX Unternehmen seit 2005 an ihre Anteilseigner zurückgeführt worden sind, wurden 85 % als Dividende und nur 15 % in Form von Aktienrückkäufen ausgezahlt. Nur knapp die Hälfte aller



Unternehmen hat überhaupt bedeutende Aktienrückkäufe durchgeführt, im Schnitt 1,3-mal in den letzten 10 Jahren.

Ein besonders gutes Timing der Rückkäufe bewiesen die DAX und MDAX Konzerne nicht. Vor der Finanzkrise wurden Aktienrückkäufe in großen Volumina durchgeführt, anschließend litten die Unternehmen jedoch unter geringer Liquidität. Nach der Finanzkrise sind Häufigkeit und Volumen der Rückkäufe deutlich zurückgegangen. Nur 15 der 35 Unternehmen, die überhaupt Rückkäufe durchgeführt haben, waren bei dem Timing ihrer Rückkäufe erfolgreich. Problematisch für ein erfolgreiches Timing der Rückkäufe ist, dass Unternehmen meist nicht genügend ausschüttungsfähiges Kapital haben, wenn die Kurse am Boden sind und die Zeit für Rückkäufe gut scheint.

Die Unpopularität von Aktienrückkäufen in Deutschland kann zum einen durch die schlechte Erfahrung der Finanzkrise und zum anderen durch die historische Entwicklung der gesetzlichen Rahmenbedingungen erklärt werden. Vor 1998 waren Aktienrückkäufe in Deutschland zwar nicht gänzlich verboten, jedoch bestand kaum Flexibilität in der Durchführung, da die Hauptversammlung nur eine unbedingte Herabsetzung des Kapitals beschließen konnte. Seit 1998 kann die Hauptversammlung den Vorstand nun ermächtigen (statt wie vorher zu verpflichten) eigene Aktien zurückzukaufen. Die gesetzlichen Rahmenbedingungen schränken die Unternehmen also nicht ein. Die große Mehrheit der Unternehmen besitzt eine Ermächtigung zum Rückkauf eigener Anteil, macht davon jedoch nur sehr spärlich Gebrauch. Es scheint, dass die Konzerne sich die Flexibilität geben wollen Phasen der Unterbewertung auszunutzen, jedoch nur selten aktiv werden. Es handelt sich eher um

„Vorratsbeschlüsse“ als echte Absichten Kapital einzuziehen.

Die Rahmenbedingungen und Folgen von Aktienrückkäufen

Aktienrückkäufe sind Teil der Kapitalallokationsentscheidung des Managements. Liquide Mittel, welche ausschüttungsfähig sind, können eingesetzt werden, um eigene Aktien zu kaufen. Zusätzlich zur Kapitalrückführung verändern Aktienrückkäufe auch die Kapitalstruktur und die Besitzverhältnisse des Unternehmens.

In Deutschland werden Aktienrückkäufe meist über einen Kauf von Aktien an der Börse durchgeführt. Das Unternehmen beauftragt einen Broker, der stellvertretend eine vorher festgelegte Aktienanzahl zu vorgegebenen Preisspannen einkauft. Des Weiteren kommen auch öffentliche Rückkaufangebote vor, bei denen zu Festpreisen oder mittels Auktionsverfahren den Anteilseignern ein Rückkaufangebot unterbreitet wird.

Aktien, die zurückgekauft wurden und im eigenen Bestand gehalten werden (*treasury shares*), müssen für vorher festgelegte Zwecke verwendet werden.¹ Möglich ist beispielsweise eine „Vernichtung“ der Aktien durch Herabsetzung des Grundkapitals mittels Beschluss der Hauptversammlung. Eine Ausgabe der Aktien an Mitarbeiter als Vergütung ist ebenso möglich und kommt regelmäßig in kleinerem Umfang vor. In diesen Fällen wird das Kapital nicht herabgesetzt, es kommt lediglich zu einer Umverteilung der Anteile. Die aufgewendeten Beträge werden hierbei häufig nicht in der Kapitalflussrechnung aufgeführt, da sie bereits mit der anschließenden Ausgabe der Aktien saldiert ausgewiesen werden. Neben einmaligen unbedingten

¹ Das Aktiengesetz § 71 Abs. 1 Nr. 1 bis 8 regelt die Anforderungen an Aktienrückkäufe.



Beschlüssen zum Aktienrückkauf, lassen sich die meisten Unternehmen die Möglichkeit einräumen, über einen maximal 5 Jahre gültigen Beschluss der Hauptversammlung den Vorstand zum Erwerb von bis zu 10 % des Grundkapitals zu ermächtigen. In der Regel wird der Verwendungszweck hierbei jedoch offengehalten, so dass sowohl Kapitalherabsetzung, Vergütung, Bedienung von Wandelanleihen oder Ausgabe der Aktien als Akquisitionswährung möglich ist. Unabhängig vom Erwerbsgrund können nach IFRS eigene Aktien im Bestand vom Eigenkapital abgezogen werden und tauchen somit nicht in der Bilanz auf, müssen aber im Anhang angegeben werden. Der Bestand an eigenen Aktien darf zu keiner Zeit 10 % des Grundkapitals überschreiten.

Kauft ein Unternehmen eigene Aktien am Markt zurück und gibt jene nicht zeitnah wieder an den Markt, kann dies zu einer temporären Kurssteigerung führen, da kurzfristig die Nachfrage ansteigt. Betrachtet man Rückkäufe aus der Bewertungsperspektive, so sollte es langfristig durch einen Aktienrückkauf nicht zu einer Kurssteigerung kommen. Zwar steigt der Gewinn je Aktie, da nach dem Rückkauf der Gewinn unter weniger Eigenkapitalgebern aufgeteilt wird (EPS accretion), dafür hat sich aber auch die Unternehmensgröße um den Rückkauf reduziert.

Datengrundlage: DAX und MDAX

In dieser Studie sind primär Rückkäufe, welche die Anzahl der Anteilseigner verringern, von Interesse. Hierunter fallen zum einen Rückkäufe zur Herabsetzung des Grundkapitals, welche entweder über einen direkten Beschluss der Hauptversammlung oder unter der 5-Jahres Ermächtigung möglich sind, und zum anderen Aktien, die zurückgekauft und anschließend lange im eigenen Bestand gehalten wurden. Bei Eigenhandel,

Wiederausgabe durch Vergütungsprogramme und als Akquisitionswährung kommt es nur zu einer Umverteilung der Stimmrechte, nicht jedoch zur Veränderung des Grundkapitals.

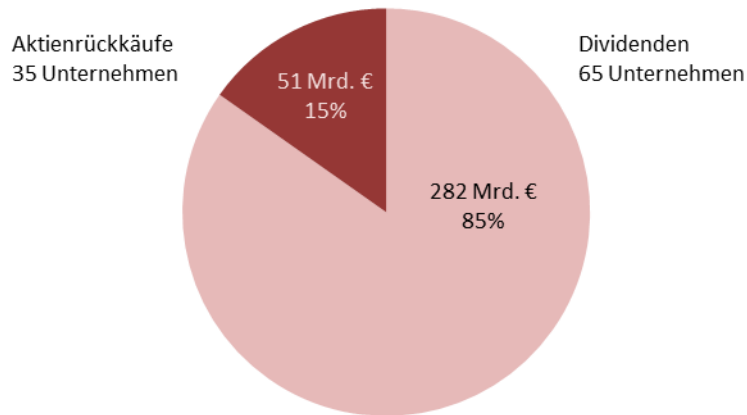
Das Sample besteht aus den 65 DAX und MDAX Konzernen, die seit Anfang 2005 durchgehend gelistet sind. Daten zu Aktienrückkäufen wurden der jährlichen Kapitalflussrechnung entnommen. Da der Fokus dieser Studie auf Aktienrückkäufen liegt, die einen Einfluss auf die Anzahl ausstehender Aktien haben, jedoch teilweise schwer von anderen Verwendungszwecken wie Vergütung oder Bedienung von Wandelanleihen zu trennen sind, werden folgende Einschränkungen gemacht. Eine Beobachtung stellt einen Aktienrückkauf dar, falls die in der Kapitalflussrechnung ausgewiesenen Euro-Beträge für den Kauf eigener Aktien abzüglich Ausgabe neuer Aktien mehr als 0,5 % der Marktkapitalisierung ausmachen. Rückkäufe, die in der Kapitalflussrechnung nicht aufgeführt werden, da sie bereits saldiert ausgewiesen werden, werden nicht berücksichtigt. Zur Bestimmung von Kapitalemissionen wurden die gleichen Einschränkungen getroffen.

Aktienrückkäufe im Vergleich zu Dividenden

In den Jahren 2005 bis 2014 wurden 333 Mrd. Euro an die Anteilseigner zurückgeführt, 15 % davon durch Aktienrückkäufe, 85 % durch Dividenden (Abbildung 1). 35 Unternehmen führten zusammen in 86 Rückkäufen 51 Mrd. Euro an die Kapitalgeber zurück, im Schnitt 589 Mio. Euro pro Rückkauf bzw. 3,7 % der Marktkapitalisierung. Rückkäufe treten dabei größtenteils



Abbildung 1: Aktienrückkäufe und Dividenden, 2005 - 2014: 333 Mrd. Euro

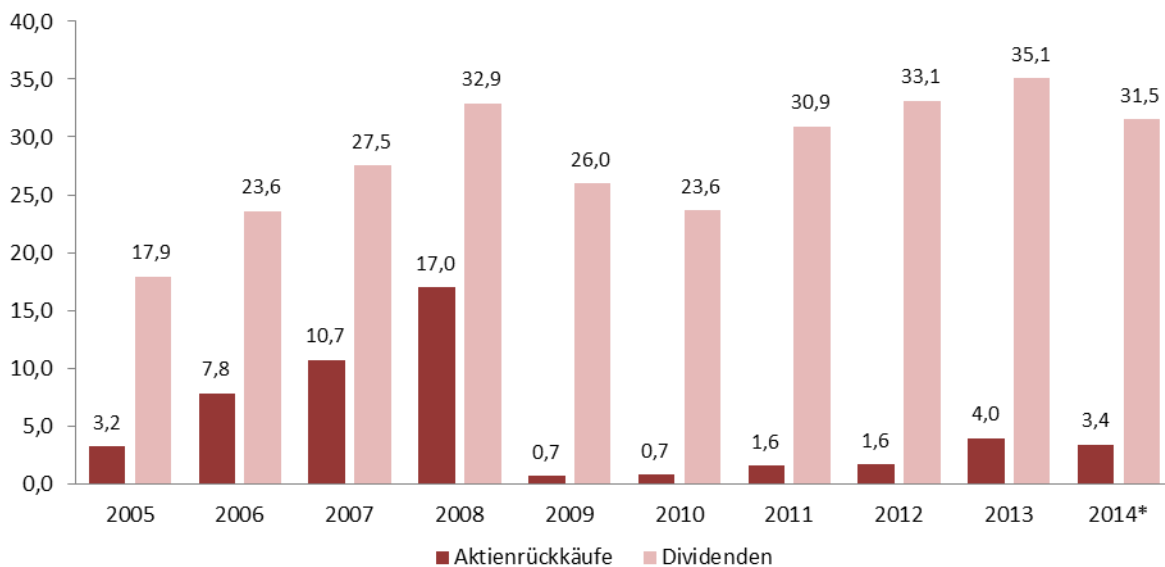


Quelle: Geschäftsberichte

vereinzelt und nur selten in regelmäßigen Intervallen auf. Die Jahre 2006 bis 2008 sind sowohl volumenmäßig als auch von der Anzahl her die bedeutendsten Jahre (Abbildung 2, Tabelle 1). Durch die langanhaltende Expansion hatten die Unternehmen ausschüttungsfähiges Kapital zur Verfügung, welches für Rückkäufe eingesetzt wurde. Durch die Finanzkrise gingen im Jahre 2009 Aktienrückkäufe drastisch zurück und fielen von vormals 17 Mrd. auf 0,7 Mrd. Euro. Seitdem

liegt sowohl Anzahl als auch Volumen der Rückkäufe nicht wieder auf dem Level der Jahre vor 2009. Im Jahr 2012 führten sogar nur 3 der 65 Unternehmen (Siemens, Deutsche Börse und Wincor Nixdorf) Rückkäufe durch. Man kann hier von einem Bruch im zeitlichen Verlauf sprechen. Aktienrückkäufe scheinen deutlich an Attraktivität verloren zu haben.

Abbildung 2: Volumen von Aktienrückkäufen und Dividendenzahlungen in Mrd. Euro



*) Für das Geschäftsjahr 2014 sind nur 62 Unternehmen erfasst.

Quelle: Geschäftsberichte



Tabelle 1: Aktienrückkäufe und Dividenden 2005 bis 2014

	Aktienrückkäufe				Dividenden			
	Anzahl	in % der Beobachtungen	Volumen in % der Marktkap.*	Anzahl von Rückkäufen > 5%	Anzahl	in % der Beobachtungen	Volumen in % der Marktkap.*	Anzahl Dividende > 5%
Gesamt	86	13%	3,7%	13	595	92%	3,2%	95
2005	10	15%	4,7%	2	59	91%	2,9%	2
2006	12	18%	2,5%	1	59	91%	2,7%	5
2007	10	15%	3,6%	1	60	92%	2,6%	3
2008	19	29%	3,3%	3	63	97%	3,1%	8
2009	8	12%	2,7%	1	58	89%	4,0%	23
2010	3	5%	0,8%	0	53	82%	2,9%	10
2011	7	11%	2,1%	1	60	92%	3,0%	10
2012	3	5%	2,3%	0	62	95%	4,0%	18
2013	7	11%	3,1%	2	61	94%	4,0%	13
2014**	7	11%	10,5%	2	60	92%	2,6%	3

*) Die Marktkapitalisierung bezieht sich auf den Anfang des Geschäftsjahres.

***) Für das Geschäftsjahr 2014 sind nur 62 Unternehmen erfasst.

Quelle: Geschäftsberichte, ThomsonReuters

Da nur in ganz wenigen Fällen Aktienrückkäufe einem signifikanten Betrag des Gesamtkapitals entsprechen, gab es fast keine Verschiebungen von Stimmrechten und bedeutende Veränderungen in der Kapitalstruktur der Unternehmen.

Der Verlauf der Dividendenzahlungen gibt ein komplett unterschiedliches Bild ab (Abbildung 2, Tabelle 1). 47 der 65 Unternehmen haben in jedem Geschäftsjahr seit 2005 Dividenden gezahlt, der Rest in mindestens 3 der 10 Jahre. Die Höhe der jährlichen aggregierten Dividenden stieg bis zum Jahr 2008 stetig an, gab in der Finanzkrise um rund ein Drittel nach und war bereits 2011 wieder auf einem vergleichbaren Niveau wie 2008 (Abbildung 2). Im Gegensatz zu den vereinzelt auftretenden Aktienrückkäufen stellen Dividenden einen stetigen Zahlungsstrom dar, der in der Höhe im Zeitablauf nur leicht variiert.

Timing der Rückkäufe

Betrachtet man einen Aktienrückkauf als Kapitalrückführung, Investition in die eigene Aktie oder Kurspflegemaßnahme, so ist die nach dem Rückkauf entstehende Rendite maßgeblich für die Bewertung des Rückkaufserfolgs. Das Timing eines Rückkaufs wird im Rahmen dieser Analyse als „gut“ gewertet, wenn im Anschluss an den Rückkauf ein Kursanstieg zu verzeichnen ist. Falls der Aktienkurs im Nachgang von Aktienrückkäufen fällt, werden die Rückkäufe eines Geschäftsjahres als „schlecht“ klassifiziert.

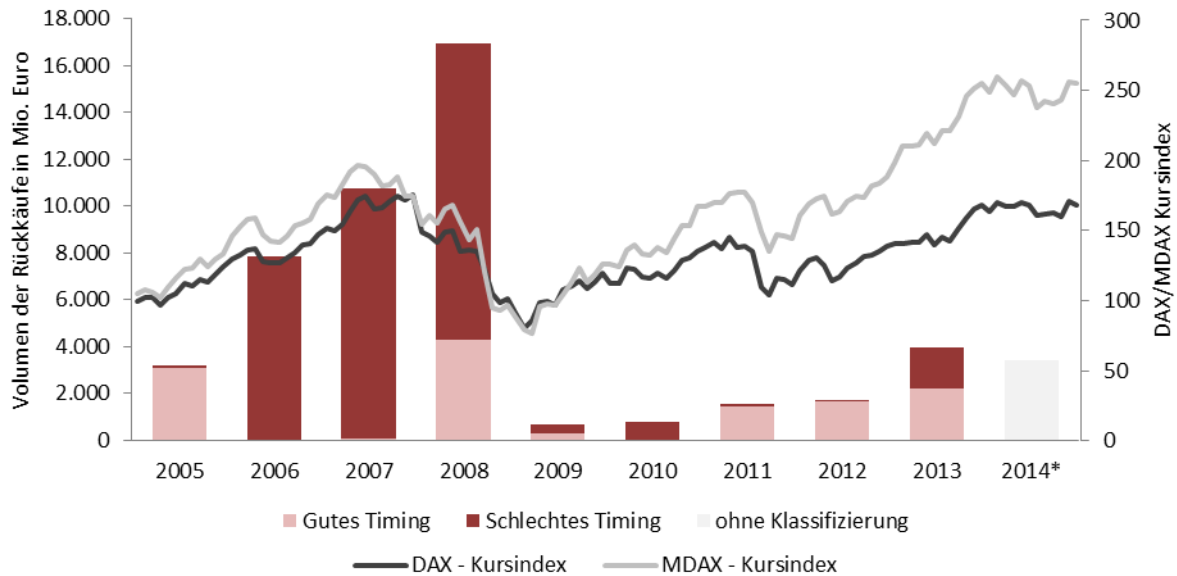
Der Kursanstieg oder -rückgang wird über die Rendite des Aktienkurses innerhalb der nächsten zwei Jahre nach dem Geschäftsjahr der Rückkäufe gemessen.² Da in den meisten Fällen keine genaueren Informationen über Rückkaufkurse verfügbar sind, dient der durchschnittliche Rückkaufkurs, welcher durch den durchschnittlichen Tageskurs eines Geschäftsjahres angenähert

² Der Erfolg der Rückkäufe des Geschäftsjahres 2013 wird nur mit der Rendite des nächsten Jahres gemessen.

Rückkäufe des Geschäftsjahres 2014 werden nicht in die Untersuchung mit aufgenommen.



Abbildung 3: Volumen und Timing der Rückkäufe



*) Für das Geschäftsjahr 2014 sind nur 62 Unternehmen erfasst.
Quelle: Geschäftsberichte, ThomsonReuters.

wird, als Basis für die Berechnung der Rendite. Die Rendite wird absolut und nicht relativ zu einer Benchmark betrachtet, da es für den Erfolg essentiell ist, Phasen niedriger Bewertung abzu- passen und von einem anschließenden Kursan- stieg zu profitieren. Ob der Rückkauf kausal für den Preisanstieg war, ist hierbei nebensächlich, da für die Aktionäre nur die Wertveränderung selbst relevant ist. Selbst wenn der Kursanstieg nicht durch den Rückkauf verursacht wurde, hat das Unternehmen dennoch seine Anteile zu einem niedrigeren Preis eingekauft, bzw. erfol- greich in die eigene Aktie investiert.

Abbildung 3 zeigt das Volumen der Rückkäufe der beiden Klassifizierungen „gut“ und „schlecht“ und gibt zum Vergleich DAX und MDAX als Kursindizes an. Das Volumen folgt deutlich den Aktienkursen. In Zeiten hoher Kurse haben Unternehmen ausschüttungsfähiges Kapital zur Verfügung und setzen dieses für Aktien- rückkäufe ein. In Zeiten niedriger Kurse fehlt den meisten Unternehmen ausschüttungsfähiges

Kapital, obwohl genau jetzt zu günstigen Preisen Anteile zurückgekauft werden könnten. Tabelle 2 gibt eine detaillierte Übersicht über die Anzahl, das Volumen und die Rendite der Rückkäufe in den einzelnen Jahren. Im Jahr 2005 wurden be- sonders viele „gute“ Aktienrückkäufe durchge- führt, da die Kurse niedrig waren und in den fol- genden Perioden gestiegen sind. 2006 bis 2008 waren durch den Kursverfall der Finanzkrise schlechte Jahre für Aktienrückkäufe, obwohl in diesen Jahren ein bedeutendes Volumen zurück- gekauft wurde. 2010 wurden überwiegend „schlechte“ Rückkäufe durchgeführt, welches sich in den folgenden Jahren aber änderte.

Betrachtet man volumengewichtet alle „guten“ Rückkäufe gemeinsam, so muss man den DAX und MDAX Konzernen ein schlechtes Zeugnis ausstellen. Nur bei 24 % des Volumens stellte sich im Anschluss eine Kurssteigerung ein, bei 76 % fiel hingegen der Aktienkurs. Aggregiert kam es nach Rückkäufen zu einem Kursrückgang von 4,6 % p.a. Dies heißt, dass vermehrt größere



Tabelle 2: Timing der Aktienrückkäufe in den Jahren 2005 bis 2013

	Alle Rückkäufe			Gutes Timing			Schlechtes Timing		
	Anzahl	Volumen in Mio. €	Durchschn. Rendite p.a. +2 Jahre	Anzahl	Volumen in %	Durchschn. Rendite p.a. +2 Jahre	Anzahl	Volumen in %	Durchschn. Rendite p.a. +2 Jahre
2005	10	3.200	46,4%	9	97%	48,2%	1	3%	-8,2%
2006	12	7.837	-27,0%	0	0%	0,0%	12	100%	-27,0%
2007	10	10.723	-11,8%	1	0%	0,2%	9	100%	-11,8%
2008	19	16.956	-4,3%	10	16%	17,0%	9	84%	-8,4%
2009	8	669	12,7%	7	40%	40,5%	1	60%	-6,0%
2010	3	747	-14,7%	0	0%	0,0%	3	100%	-14,7%
2011	7	1.551	4,0%	5	91%	5,0%	2	9%	-6,1%
2012	3	1.647	15,4%	2	98%	15,7%	1	2%	-3,5%
2013	7	3.954	3,9%	6	56%	9,0%	1	44%	-2,6%
Gesamt	79	47.284	-4,6%	40	24%	22,7%	39	76%	-13,3%

Quelle: Geschäftsberichte 2005 bis 2013, ThomsonReuters.

Rückkäufe zu ungünstigen Zeitpunkten durchgeführt wurden.

Tabelle 3 nimmt einen alternativen Blickwinkel ein und bewertet den Erfolg der Rückkäufe auf Basis der einzelnen Unternehmen. Waren volumengewichtet mehr als 66% der Rückkäufe „gut“, so wird das Timing des Unternehmens bei Rückkäufen als „erfolgreich“ klassifiziert. Falls weniger als 33% „gut“ waren, ist das Unternehmen „nicht erfolgreich“ beim Timing der Aktienrückkäufe gewesen. 15 der 35 Unternehmen mit Aktienrückkäufen haben ein erfolgreiches Timing bewiesen. Im Schnitt kauften diese Unternehmen alle 6 Jahre (1,7-mal in 10 Jahren) in Phasen niedriger Kurse eigene Aktien im Umfang von

2,7 % der Marktkapitalisierung zurück. Mit einer anschließenden Rendite von 16,3 % p.a. kann man getrost von einem sehr erfolgreichen Timing der Rückkäufe sprechen. Hierunter fallen unter anderem die Unternehmen Gerry Weber und Kronos, die beide 2009 bedeutende Rückkäufe bei niedrigen Kursen getätigt haben. Bei 13 Unternehmen war das Timing hingegen nicht erfolgreich. Es wurde 2,0-mal in 10 Jahren Aktien zu hohen Kursen zurückgekauft mit einem folgenden Preisrückgang von 15,0 % p.a. Unternehmen, die häufiger aktiv waren (5,0-mal in 10 Jahren, also jedes zweite Jahr), machen alle Marktbewegungen mit und liegen daher im Mittelfeld mit 10,1 % Kursanstieg p.a. Ein erfolgreiches Timing kommt also primär zustande, wenn man

Tabelle 3: Erfolg der Unternehmen bei Aktienrückkäufen

Timing der Aktienrückkäufe		Anzahl der Unternehmen	Durchschn. Anzahl Geschäftsjahre mit Rückkäufen	Volumen gew. Rendite nach Rückkauf	Rückkäufe relativ zur MarktKap.
erfolgreich	(> 66 % gut)	15	1,7	16,3%	2,7%
neutral	(33 % - 66 % gut)	6	5,0	10,1%	3,4%
nicht erfolgreich	(< 33 % gut)	14	2,0	-15,0%	3,5%
alle Rückkäufe		35	2,3	-4,6%	3,1%

Quelle: Geschäftsberichte 2005 bis 2013, ThomsonReuters.



Tabelle 4: Rückkaufprogramme nach Aktiengesetz § 71 Abs. 8

	Rückkaufprogramm vorhanden?		Wurde das aktuelle Programm bereits genutzt?		
	Anzahl	in %	Anzahl	in %	Umfang
ja	66	83%	18	27%	17%
nein	13	16%	44	67%	-
Keine Angabe	1	1%	4	6%	-
Gesamt	80	-	66	-	-

Quelle: Geschäftsberichte und weitere Unternehmensinformationen.

vereinzelt und gezielt Kapital zurückkauft. Wer regelmäßig Aktien zurückkauft, für den steigt auch die Wahrscheinlichkeit, dass ein Rückkauf zu einem hohen Aktienkurs erfolgt ist, welches wiederum für die Anteilseigner schlecht ist, da zu viel Kapital eingesetzt werden muss, um den Gewinn je Aktie bedeutend zu erhöhen.

Abschließend bleibt festzuhalten, dass es große Differenzen im Timing der Aktienrückkäufe gibt. Zwar besticht knapp die Hälfte der Unternehmen mit einem erfolgreichen Timing, im Schnitt aller Unternehmen wurde jedoch Kapital vernichtet. Es wurden viele große Rückkäufe zu ungünstigen Zeitpunkten durchgeführt, so dass der durchschnittliche Aktienkurs nach Rückkäufen gefallen ist. In einigen Fällen (Daimler 2007, 2008) mussten diese Unternehmen sogar anschließend wieder Kapital wegen unzureichendem Eigenkapital aufnehmen.

Aktueller Stand der Rückkaufprogramme

66 der 80 DAX Konzerne besitzen aktuell eine Genehmigung zum Rückkauf eigener Anteile von bis

Fazit

Aktienrückkäufe werden von DAX und MDAX Unternehmen nur selten durchgeführt. Der Hauptweg Kapital an Anteilseigner zurückzuführen war

zu 10 % des Grundkapitals nach Aktiengesetz § 71 Abs. 8 (Tabelle 4). Ein Teil der Genehmigungen laufen 2015 ungenutzt aus, es ist jedoch auf den Hauptversammlungen zu erwarten, dass so gut wie alle auslaufenden Programme wie bereits in der Vergangenheit um 5 Jahre verlängert werden. 18 der 66 Unternehmen haben von der aktuellen Ermächtigung gebraucht gemacht und im Schnitt 17 % des genehmigten Kapitals zurückgekauft.

Sowohl die historische Entwicklung als auch die aktuelle Situation zeigt, dass die Ermächtigungen meist als eine Art „Vorratsbeschluss“ zu verstehen sind. Das Management erlangt durch die Ermächtigung Flexibilität Aktien zu verschiedenen Zwecken zu kaufen, verpflichtet sich jedoch nicht zu Aktionen. Da die Kosten zum Erlangen der Flexibilität sehr gering sind, ist es auch nicht verwunderlich, dass die meisten Unternehmen eine Ermächtigung besitzen und erneuern, falls sie ungenutzt ausläuft. Manche Unternehmen sind jedoch in der Flexibilität leicht eingeschränkt, da sie bereits eigene Aktien im Besitz haben und der Gesamtbestand auf 10 % des Grundkapitals beschränkt ist.

und bleibt Dividenden zu zahlen. Das derzeitige Marktumfeld mit niedrigen Zin-



sen, welche die Aktienkurse überproportional zu den Gewinnen steigen lassen, deutet auf einen schlechten Zeitpunkt für derzeitige Aktienrückkäufe hin. Falls sich dies bewahrheiten sollte,

bleibt zu hoffen, dass die Unternehmen genau jetzt nicht mit Aktienrückkäufen aktiv werden.

RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de;
Autor Dr. Philipp Immenkötter; *Redaktionsschluss* 11.05.2015, nachträglich editiert am 27.11.2020