



Von Deflation zu Inflation?

Vor etwa 18 Monaten noch hatten sich Notenbanken, Volkswirtschaftler und Analysten Sorgen darüber gemacht, dass die industrialisierten Länder und vor allem auch Japan in eine Deflation geraten würde, d. h., dass Nachfrage und Preise kontinuierlich sinken und dass es auf diese Weise zu einer Wirtschaftskrise hätte kommen sollen. Wahre Horrorvisionen wurden prophezeit. **Heute spricht niemand mehr von Deflation. Jetzt wird die Gefahr der Inflation zum Thema.** Erstaunlicherweise sind es zum Teil die dieselben Personen, die vor einiger Zeit die Gefahren der Deflation aufgezeigt hatten, nun jedoch in grellen Farben das Problem einer kommenden starken Inflation darstellen. In dieser Situation stellt sich für den Anleger die Frage, ob es tatsächlich zur befürchteten Inflation kommt und welche Einflüsse eine derartige Inflation auf Investitionsentscheide hat.

Die Analyse der volkswirtschaftlichen Daten aus der Vergangenheit zeigt, dass fast jeder Wirtschaftsaufschwung über

Wirtschaftsaufschwung führt zu höheren Preisen

kurz oder lang zu Preissteigerungen, d. h. zu Inflation führt. Gründe für diese Preissteigerungen sind:

Eine anziehende Konjunktur führt zu einer höheren Nachfrage der privaten Haushalte nach Konsumgütern, was es Produzenten und Händlern erlaubt, ihre Preise zu erhöhen; eine ähnliche Situation ergibt sich auch bei Investitionsgütern. Der Drang oder die Notwendigkeit, mehr zu produzieren, führt zu einer erhöhten Nachfrage nach Maschinen, EDV-Anlagen und ähnlichen Investitionsgütern, was den Produzenten dieser Güter ebenfalls Preissteigerungen erlaubt.

Die Löhne steigen, da die Unternehmen vermehrt Personal anstellen und sich das Angebot an guten Arbeitskräften langsam verknappt. Zusätzlich führt der in fast allen Branchen übliche Teuerungsausgleich bei den bestehenden Arbeitsverhältnissen dazu, dass die Löhne als Kostenfaktor beständig steigen. Gerade in den 70er Jahren entstand so eine **unheilvolle Preis-/Lohnspirale**, bei der steigende Löhne zu höheren Preisen und höhere Preise zu steigenden Löhnen führten.

Rohstoffe und Energie werden knapp, da Konsumenten und Industrie mehr Energie und Rohstoffe verbrauchen, die Produktionskapazitäten aber nicht schnell genug angepasst werden können.

Auch heute haben wir erste Anzeichen steigender Preise, wobei in den letzten zwölf



Monaten vor allem die Energie- und Rohstoffpreise gestiegen sind. Zusätzlich haben in Teilbereichen auch die Preise von Konsumgütern angezogen, nachdem diese nun während mehreren Jahren stabil geblieben waren bzw. sogar leicht zurückgingen. Es ist nicht erstaunlich, dass dieser Preisanstieg gerade in den Branchen stattfindet, in denen die Margen in den letzten Jahren sehr klein waren und deshalb alle Produzenten einen Preissteigerungsbedarf haben. Diese Preissteigerungen lösten letztlich auch die Inflationssorgen aus, mit denen sich heute viele Volkswirtschaftler aber auch die Zentralbanken beschäftigen.

Trotz der in einzelnen Bereichen steigenden Preise sieht **das Analyseteam der INVICO®** aber **keinen Grund für eine rasch ansteigende Inflation**, wie wir sie in den 70er und 80er Jahren hatten. Folgende Faktoren sprechen auch heute klar gegen ein Inflationsszenario:

Fast in allen Bereichen der Industrie existieren immer noch hohe Überkapazitäten, d.h. die theoretisch mögliche Produktionsmenge ist grösser als die tatsächliche Absatzmenge. In einem derartigen Umfeld führt eine höhere Nachfrage nicht zu Preissteigerungen, sondern nur dazu, dass die Produzenten ihre Kapazitäten besser ausnützen. Sobald ein Unternehmen versucht, die Preise zu erhöhen, werden Unternehmen mit freien Kapazitäten zu den alten Preisen anbieten, um ihre eigenen Kapazitäten auszulasten, um so ihre Gewinne zu steigern.

China wirkt immer noch als „globaler Preispolizist“. Die Möglichkeit, in diesem Land mit vertretbar guter Qualität zu tiefen Kosten zu produzieren, führt dazu, dass chinesische Exporteure sowie Unternehmen, die chinesische Lieferanten benutzen, auf dem Weltmarkt sehr tiefe Preise anbieten

können. Diese tiefen Preise haben eine breite Wirkung, da sie auch die Unternehmen in den Industrieländern zwingen, Kosten und

Überkapazitäten und Tiefpreisland China verhindern Preisanstieg

Preise entsprechend zu senken, um nicht Marktanteile zu verlieren. **Dieser Preissenkungseffekt ist vor allem auch deshalb so stark, weil moderne Kommunikationsmöglichkeiten, wie insbesondere das Internet, heute ohne Aufwand praktisch weltweite Preisvergleiche ermöglichen, was auf Händler und Produzenten disziplinierend wirkt.**

Die Gefahr droht allerdings von der chinesischen Wirtschaftsentwicklung selbst, weil das hohe Wachstum im Land selber zu Inflationseffekten geführt hat, welche im Extremfall natürlich die Kostenvorteile chinesischer Produzenten zunichte machen können. Wie im **folgenden Artikel „China – Rezession oder Soft Landing“** beschrieben, gehen wir allerdings davon aus, dass die von der chinesische Regierung eingeleiteten Bremsmanöver das Wirtschaftswachstum in China und die Inflation dämpfen werden. Auf diese Weise kann China weiterhin die Rolle als Tiefpreisland spielen. Allein dieser Effekt führt dazu, dass es für die Unternehmen in den Industrieländern äusserst schwierig ist, die eigenen Preise massiv anzuheben.

Bei den Preisen von Energie und Rohstoffen ist in den letzten drei Monaten tatsächlich bereits eine Beruhigung eingetreten, da einerseits die zurückhaltende chinesische Wirtschaftspolitik die Nachfrage nach Rohstoffen und Energie dämpft und andererseits die Produktionskapazitäten doch langsam erhöht werden. Die Erdölpreise sind am Sinken.



Aufgrund dieser Umstände geht die INVICO® davon aus, dass sich die Inflation in den traditionellen Industrieländern in den nächsten zwei Jahren höchstens auf 2-3% belaufen wird. Ein derartiges Szenario entspricht auch den Entwicklungen der letzten 10 Jahre, in denen es trotz des zum Teil sehr starken Wirtschaftswachstums nie zu einer hohen Inflation kam.

Ein Anstieg der Inflationsrate von 0-1% auf 2-3% hat für die Anleger aber trotzdem star-

Geringer Anstieg der Inflation

ke Konsequenzen, da eine derartige **Steigerung zu höheren Zinsen führt, was bei Obligationen und Rentenpapieren zwangsläufig Kursverluste zur Folge hat.** Aus diesem Grund haben wir die durchschnittlichen Obligationslaufzeiten in unseren Kundenportefeuilles reduziert, indem wir langfristige Obligationen verkauft und neue Mittel nur in kurz- und mittelfristigen Obligationen oder auf dem Geldmarkt angelegt haben. Auf die Aktienkurse wird der leichte Anstieg der Inflation dagegen wesentlich weniger negativen Einfluss haben, da das Wirtschaftswachstum zu einem überproportionalen Anstieg der Gewinne führen wird und diese Entwicklung bei den meisten

Unternehmen die negativen Effekte höherer Zinsen weit übertrifft.

Einen Teil der Obligationenanlagen haben wir in schweizerische **Immobilienfonds und kotierte Immobiliengesellschaften** umgeschichtet, da diese Fonds und Gesellschaften eine Ausschüttungsrendite aufweisen, die höher ist als die Rendite langfristiger Obligationen. Ausserdem enthält diese Art der Anlage einen **automatischen Inflationsschutz**: Wenn die Inflation anzieht, steigen im Normalfall auch die Preise für Immobilien, was zu höheren Kursen für Immobilienfonds und Immobiliengesell-

Immobilienanlage anstatt Obligationen

schaften führt. Inflation und höhere Zinsen führen aber gleichzeitig auch zu höheren Erträgen bei Immobilienfonds und Immobiliengesellschaften, da die Mietzinsen normalerweise entweder an die Entwicklung der Hypothekarzinsen oder direkt an die Inflation gekoppelt sind. Damit sehen wir gerade in diesem Anlagesegment Möglichkeiten, Renditen zu erwirtschaften, die nicht von steigender Inflation wieder aufgefressen werden.

China – Rezession oder Soft Landing?

China ist in den letzten Jahren durch seine wirtschaftliche Öffnung und die Einführung eines sehr liberalen Kapitalismus zu einer wirtschaftlichen Grossmacht aufgestiegen. Das wirtschaftliche Wachstum von China beruhte einerseits auf dem Export billig produzierter Güter, andererseits aber

gerade in den letzten Jahren in vermehrtem Masse auch auf einer sehr starken Binnen-nachfrage, die von einem Nachholbedarf der chinesischen Bevölkerung für Konsumgüter getragen wurde.

China hat in den letzten 5 Jahren in der



Weltwirtschaft zwei bedeutende Rollen gespielt:

„Kostenbremse durch weltweite Preisführerschaft“

In China können in einem politisch stabilen Umfeld Waren mit vertretbarer Qualität zu sehr tiefen Kosten produziert werden. Dies hat dazu geführt, dass sehr viele Unternehmen ihre Produktion nach China ausgelagert haben, indem sie Joint Ventures gegründet haben oder chinesische Unterlieferanten verwenden. Die tiefen Kosten dieser Produktion haben zu entsprechend tiefen Preisen beim Weiterverkauf geführt, was die Teuerung in den Industrieländern dämpfte. Die preissenkende Wirkung der chinesischen Billigproduktion ging dabei weit über die direkt in China produzierten Güter hin-

**Chinas billige Exporte
verhinderten Inflation**

aus: **Die günstigen Preise chinesischer Produzenten setzten auch die Produzenten in den Industrieländern unter Druck und zwangen diese, ihre eigenen Kosten zu senken**, um so zu konkurrenzfähigen Preisen verkaufen zu können. In den letzten 10 Jahren war der Preisdruck, der von China ausging, einer der wesentlichen Faktoren, der die Inflation in den Industrienationen auf einem tiefen Niveau hielt.

„Lokomotive der Weltwirtschaft“

Das Wirtschaftswachstum in China löst einerseits eine starke Nachfrage nach Investitionsgütern aus, da die chinesischen Unternehmen ihre Produktionskapazitäten der steigenden Nachfrage anpassen müssen. Andererseits stieg aber auch in China selbst die Kauflust breiter Gesellschaftsschichten nach Konsumgütern da das Wirtschafts-

wachstum zu einer Erhöhung der verfügbaren Einkommen der chinesischen Bevölkerung beitrug. Die **chinesische Nachfrage nach Investitions- und Konsumgütern war gerade im asiatischen Raum die treibende Kraft für die wirtschaftliche Erholung in den letzten zwei Jahren** und stellte vor allem auch der entscheidende Faktor für den Aufschwung der japanischen Wirtschaft dar. In den USA, sowie in der Eurozone wirkt sich die chinesische Nachfrage etwas weniger stark aus als in Asien, hat aber in den letzten zwei Jahren aber doch einige positive Impulse gegeben.

Die Hochkonjunktur in China hat allerdings zu einer Überhitzung der chinesischen Wirtschaft geführt, da die lokalen Produktionskapazitäten zum Teil völlig überlastet sind was zu Inflation führt. Die chinesische Re-

Überhitzung der Wirtschaft

gierung hat daher anfangs dieses Jahres Massnahmen eingeleitet, um das Wirtschaftswachstum zu bremsen und vom heutigen Niveau von rund 9 - 12 % auf ein nachhaltig vertretbares Niveau von 5 - 8 % zurückzuführen. Zu diesem Zweck wurde im Reich der Mitte neben einigen wohl nur in diesem Land möglichen politischen Massnahmen auch die klassischen Notenbankinstrumente, wie Kreditverknappung und Zinserhöhungen, eingesetzt.

Bei diesen Bremsmanövern der chinesischen Regierung stellt sich die Frage, ob China durch ein Überschiessen dieser Massnahmen in eine Rezession fällt („Hard Landing“), die für die Konjunkturentwicklung in Asien negative Folgen hätte und auch die Konjunkturentwicklung in den USA und der EU negativ beeinflussen würde. Einige **Journa-**

listen sehen sogar die Möglichkeit einer Asienkrise mit einer massiver Rezession und Firmenzusammenbrüchen.

Das INVICO®-Analyseteam ist der Ansicht, dass die Bremsversuche der chinesischen Regierung dringend notwendig sind, da die heutigen Wachstumsraten unweigerlich zu Inflation und im Endeffekt zu einem Kollaps der chinesischen Wirtschaft führen können. Wir sind aber der Ansicht, dass sowohl die Binnennachfrage in China, als auch die Exportnachfrage in ihrer Grundtendenz so stark sind, dass diese Bremsmanöver nicht zu einer Rezession, d.h. einem negativen Wirtschaftswachstum führen werden, sondern dass sie nur eine temporäre Verringerung des Wachstums auf 3 bis 4% bewirken werden.

Keine Rezession, aber geringeres Wachstum

Wir gehen von einer **ähnlichen Entwicklung aus, wie sie in Japan in den 60-iger und anfangs der 70-iger Jahre stattfand.** Japan unterlag damals auch konjunkturellen Schwankungen. Aufgrund der hohen Exportnachfrage und der sehr starken Binnennachfrage, die damals in Japan ebenfalls von einem Nachholbedürfnis der privaten Haushalte getragen worden war, kam es aber nie zu negativem Wachstum. Das Wachstum schwankte nur zwischen 3 und 8 %. **Das -Analyseteam der INVICO® ist daher der Ansicht, dass es nicht zu einer neuen Asienkrise kommen wird,** sondern letztlich zu einer „Soft Landing“ der chinesischen Wirtschaft, d.h. einer Phase von einem bis zwei Jahren mit einem Wachstum von 3 – 4 %, dass das Wachstum nachher aber relativ schnell wieder auf 7 - 9 % steigen wird.

Die erwartete Wachstumsreduktion in China erweist sich somit für die Weltwirtschaft als

positiv, da auf diese Weise das Land als Billigproduzent erhalten bleibt. Wir können deshalb noch mindestens während der nächsten fünf Jahre damit rechnen, dass **die Inflation in den klassischen Industrieländern aufgrund des von China ausgehenden Preisdrucks tief bleiben wird.** Die Reduktion des chinesischen Wirtschaftswachstums hat aber vor allem auch den Vorteil, dass die Nachfrage Chinas nach Basismetallen und Erdöl etwas zurückgehen wird, was dazu führen wird, dass die Preise bei diesen Rohmaterialien, sowie auch die Stahlpreise wieder zurückgehen werden. Der Anstieg dieser Preise drohte in den letzten sechs Monaten die Konjunktur in den traditionellen Industrieländern negativ zu beeinflussen, wobei vor allem die Gefahr bestand, dass die hohen Erdölpreise zu Konjunkturerinbrüchen führen könnten. In diesem Sinne ist eine Abschwächung des Wachstums der chinesischen Wirtschaft als Mitbewerberin für den Erwerb von Rohstoffen für die Industrieländer auch im Hinblick auf die eigene konjunkturelle Entwicklung positiv.

Für die konkrete Anlagestrategie hat die Entwicklung in China folgende Bedeutung:

Zurzeit sollten Anlagen in China selbst und

China-Aktien meiden

in Asien vermieden bzw. reduziert werden, da sich der Rückgang des Wachstums sicherlich negativ auf die Unternehmensgewinne auswirken wird. Der Rückgang der Gewinne wird dabei in vielen Fällen wesentlich stärker sein als der Rückgang der Wachstumsraten; auch eine „Soft Landing“ der Konjunktur kann zu einer „Hard Landing“ bei den Gewinnen einzelner Unternehmen führen.



Europäische und amerikanische Unternehmen, die China als Produktionsstandort verwenden, werden weiterhin aufgrund der tiefen Kosten einen Konkurrenzvorteil haben und sollten deshalb in der Anlagestrategie berücksichtigt werden.

Bei Basismetallen (einschliesslich Stahl),

sowie bei Erdölpreisen kann weiterhin mit Preisrückgängen gerechnet werden, da nicht nur die chinesische Nachfrage abnimmt, sondern in vielen Bereichen nun auch langsam die Produktionskapazitäten wieder erhöht werden, sodass Nachfrage und Angebot in ein günstigeres Gleichgewicht kommen. Entsprechend können Anlagen in diesen Bereichen reduziert werden.

Praktische Erfahrung mit moderner Corporate Governance in der Schweiz

Der „Code of Best Practice for Corporate Governance“ wurde von der Economiesuisse im Frühjahr 2002 erlassen und damals von einer sehr grossen Anzahl von Wirtschaftsverbänden, sowie auch von der Schweizer Börse unterstützt. **Dieser Kodex enthält Bestimmungen über folgende Punkte:**

- Zusammensetzung des Verwaltungsrates
- Tätigkeit des Verwaltungsrates
- Bildung von Komitees innerhalb des Verwaltungsrates
- Vermeidung von Interessenkonflikten zwischen den Führungsorganen und den Aktionären bzw. dem Unternehmen
- Entlohnung von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung

Obwohl die Schweizer Börse den Code of Best Practice unterstützt und letztlich von allen kotierten Unternehmen erwartet, dass sie diesem Kodex nachleben, hat sie die Einhaltung dieser Bestimmung nicht zur Voraussetzung für die Kotierung an der Börse gemacht.

Die Schweizer Börse hat aber eine Richtlinie für die Corporate Governance erlassen, die kotierte Unternehmen verpflichtet, wesentliche Aspekte ihrer Corporate Gover-

nance offen zu legen. Die Anleger sollen so selbst beurteilen können, ob das Unternehmen eine gute Führungsstruktur aufweist, und ob diese dem Code of Best Practice entspricht. So müssen kotierte Unternehmen insbesondere ihre Führungsorganisation, sowie die Massnahmen zur Sicherung der Rechte der Aktionäre und zur Vermeidung von Interessenkonflikten der Führungsorgane offen legen.

In der Corporate Governance Richtlinie schreibt die Schweizer Börse aber vor

**Entschädigungen müssen
offen gelegt werden**

allen auch vor, dass kotierte Unternehmen die Grundsätze zur Entlohnung von Verwaltungsrat und Management in ihren Jahresberichten veröffentlichen müssen. Auch die Gesamthöhe der an Verwaltungsrat und Geschäftsleitung ausgerichteten Entschädigungen, das höchste einem einzelnen Verwaltungsrat bzw. Manager ausbezahlte Salär und auch allfällig an Manager bezahlte Abgangsentschädigungen müssen offen gelegt werden.

Aufgrund dieser Vorgaben haben sich die



kotierten Unternehmen ab dem Geschäftsjahr 2002 mit den Regeln guter Corporate Governance auseinandergesetzt und die konkrete Umsetzung in ihren Jahresberichten für das Geschäftsjahr 2002 zum ersten Mal dokumentiert. In den letzten Wochen und Monaten sind nun die Jahresberichte für das Geschäftsjahr 2003 erschienen, die nun wiederum Aussagen zur Corporate Governance der kotierten Unternehmen enthalten. Die Analyse der Jahresberichte zeigt aber ein gemischtes Bild in Bezug auf die Umsetzung von Corporate Governance Vorstellungen:

Einhaltung des Code of Best Practice

Die im Code of Best Practice dargestellten Corporate Governance Regeln werden zwar bei vielen Unternehmen erwähnt, aber nicht in allen Unternehmen umgesetzt und bleiben in einzelnen Unternehmen auch **blosses Lippenbekenntnis**. Wir haben dabei insbesondere folgende Defizite festgestellt:

In einzelnen Unternehmen besteht immer noch eine sehr starke Machtkonzentration beim Delegierten des Verwaltungsrates. Dies insbesondere dann, wenn er gleichzeitig Verwaltungsratspräsident ist (z. B. Novartis). Obwohl gegen diese Machtkonzentration meist Vorkehrungen getroffen werden, indem ein neutrales Verwaltungsratsmitglied „Lead Director“ wird und aufgrund dieser Position selbst eine VR Sitzung einberufen kann, sind diese Situationen unbefriedigend. **In der Praxis kann in derarti-**

Zu starke Machtkonzentration

gen Konstellationen die Tätigkeit des Delegierten bzw. Verwaltungsratspräsidenten gar nicht ernsthaft beaufsichtigt wer-

den. Dies vor allem schon deshalb, weil die übrigen Mitglieder in derartigen Gremien häufig gar nicht über die zur Überwachung notwendigen Informationen verfügen.

In gewissen Verwaltungsratsgremien finden sich zu **wenig unabhängige Mitglieder, die tatsächlich die Interessen der Aktionäre durchsetzen**. Freunde und alte Bekannte des Geschäftsleitungsvorsitzenden bzw. Delegierten bevölkern häufig immer noch Verwaltungsräte und **bilden die berühmten Seilschaften**. Von derartigen Organen ist leider auch keine effiziente Kontrolle zu erwarten. Meistens werden sie erst bei einer sehr ernsten Krise aktiv und besinnen sich dann - allerdings zu spät - auf ihre Aufgaben.

Die Entschädigungen einzelner Spitzenmanager erscheinen heute derart hoch, dass ihre Berechtigung und Berechnung nicht vernünftig nachvollzogen werden kann. Häufig lässt sich auch keinerlei Parallele zwischen der Wertschöpfung für den Aktionär und der Zahlung derartiger Maximalsaläre feststellen. **Diese Fehlentwicklungen, die zum Teil mit internationaler Konkurrenz und ähnlichen Ausreden gerechtfertigt werden, werden gerade dann nicht eingedämmt, wenn die betreffende Person als Delegierter und Präsident des Verwaltungsrates einen massiven Einfluss auf den Gesamtverwaltungsrat und seine Komitees hat.** Die Differenz zwischen einem „nachvollziehbar vernünftigen Leistungslohn“ und dem tatsächlich ausbezahlten Honorar ist letztlich eine schlichte Vermögensminderung für die Aktionäre, für die sie keinerlei Gegenwert erhalten.

Leider existieren heute auch immer noch Verwaltungsratsgremien, bei denen die einzelnen Mitglieder sich kaum je kritisch über die Geschäftsleitung und den Verwaltungsratspräsidenten äussern. Diese Kultur des Schweigens wird nur selten aufgebrochen



und geht häufig soweit, dass jede kritische Stimme als „nicht teamfähig“ abgetan wird.

Unkritische Verwaltungsräte

Obwohl die oben geschilderten Probleme nur eine Minderheit der Gesellschaften betreffen, sind sie für die Aktionäre schädlich, da die Verwaltungsratsgremien bei den betroffenen Gesellschaften ihre Verantwortung nicht oder erst viel zu spät wahrnehmen. Die Interessen des Aktionärs werden nicht geschützt und damit **können Fehlentwicklungen nicht in einem frühen Stadium eingedämmt werden.**

Offenlegung der Corporate Governance

Auch bei der Offenlegung der Corporate Governance gibt es Lücken:

Einzelne Unternehmen weigern sich, bestimmte Punkte, die offen gelegt werden sollten, offen zu legen und verstecken sich dabei hinter der Ausnahmeklausel der Corporate Governance Richtlinie; diese erlaubt einem Unternehmen die entsprechenden Angaben im Jahresbericht auszulassen, falls „legitime“ Gründe geltend gemacht werden können.

Viele Unternehmen begnügen sich mit dem

Minimalistische Offenlegung

absoluten Minimum und verwenden gerade bei der Beschreibung der Prinzipien, nach denen die Saläre der Führungsorgane bestimmt werden, äussert schwammige Aus-

drucksformen, die es nicht ermöglichen, die tatsächlichen Löhne in irgendeiner Weise vernünftig nachzuvollziehen. (Diese Unternehmen geben im Allgemeinen auch weder Journalisten, Analysten noch Aktionären irgendwelche genaueren Auskünfte über diese Entschädigungen)

Immerhin gibt es aber auch Unternehmen, die vorbildliche Transparenz zeigen oder sich wenigstens redlich bemühen, den Aktionären die notwendigen Informationen zu vermitteln. Wir haben auch eine klare Besserung der Situation zwischen den Jahresberichten 2002 und 2003 festgestellt, so dass das Invico Analyseteam auf einen Lernprozess der entsprechenden Unternehmen hofft.

Corporate Governance und Kursentwicklung

Im Rahmen der Aktienanalyse stellt sich natürlich immer wieder die Frage, ob Unternehmen mit einer guten Corporate Governance höher bewertet sind als Unternehmen mit mangelhafter Corporate Governance. Unsere Untersuchungen zeigen, dass die Corporate Governance im Normalfall wenig Einfluss auf die aktuelle Bewertung eines Unternehmens hat, da folgende Faktoren wesentlich grösseren Einfluss auf die individuelle Bewertung eines Unternehmens haben:

Industrietrends. Geht es einer Industrie gut, so sind meistens die Aktien sämtlicher Gesellschaften aus diesem Sektor hoch bewertet (dies nach dem Motto „**bei Flut steigen alle Boote**“).

Unternehmensstrategie. Ob ein Unternehmen die richtige Strategie hat, ist meistens wesentlich wichtiger als die Corporate Governance, mit der die Strategie entwickelt wird.

Umsetzungskraft der Geschäftsleitung. Die Konsequenz, mit der die Geschäftsleitung Strategien und insbesondere auch Sparmassnahmen durchsetzt, sind meistens für die Bewertung eines Unternehmens von grösserer Bedeutung als die Struktur der Corporate Governance.

Für INVICO® ist die Corporate Governance eines Unternehmens trotzdem sehr wichtig. Ein unabhängiger Verwaltungsrat, der sich für die Interessen der Aktionäre einsetzt und gegenüber der Geschäftsleitung auch eine kritische Haltung einnehmen kann, ist gut am Platz, wenn es darum geht, Probleme im Unternehmen zu vermeiden. Die Erfahrung zeigt, dass ein Unternehmen mit einer guten Corporate Governance Krisen oft früh erkennt und bewältigt, während Unternehmen

mit Defiziten in der Corporate Governance mangels Überwachung der Geschäftsleitung Krisen erst dann begegnen kann, wenn sie existenzbedrohend geworden sind. In diesem Sinne beeinflusst die Corporate Gover-

Schwarze Liste schlechter Corporate Governance

nance vor allem die Risiken, die mit einzelnen Gesellschaften bzw. deren Aktien verbunden sind. Entsprechend führen wir auch eine Liste von Unternehmen, deren Risiken aufgrund schlechter Corporate Governance Strukturen zu hoch sind und wir deshalb von unseren Anlagen ausschliessen.

Wegfall der jährlichen Goodwill-Abschreibung unter IFRS – höhere Aktienkurse ?

Goodwill und Goodwill-Abschreibung:

Wenn ein Unternehmen ein anderes kauft oder im Rahmen einer Fusion übernimmt, so werden im Rahmen der Konsolidierung die Aktiven des übernommenen Unternehmens in die Buchhaltung der übernehmenden Gesellschaft gebucht. **Die Differenz zwischen dem Kaufpreis und dem Wert der Aktiven wird als Goodwill eingebucht.** Dieser entspricht letztlich dem Mehrpreis, den das kaufende Unternehmen über den reinen Substanzwert des gekauften Unternehmens hinaus bezahlt, um die zukünftigen Gewinne des gekauften Unternehmens abzugelten. Dieser Goodwill musste bisher unter dem massgebenden internationalen Buchhaltungsstandards über eine bestimmte Zeit abgeschrieben werden: US-GAAP (Generally Accepted Accounting Principles, der US-Buchhaltungsstandard) und IFRS (International Financial Reporting

Standards, ursprünglich „IAS“, International Accounting Standards, der internationale Buchhaltungsstandard, der von den meisten in der Schweiz kotierten Unternehmen verwendet wird).

Wenn ein Unternehmen daher ein anderes zu einem Preis kaufte, der über dem Substanzwert des übernommenen Unternehmens lag, wurden die Gewinne durch jährliche Abschreibungen auf diesem Goodwill belastet. Im Jahr 2002 wurde die Pflicht zur Abschreibung des Goodwills unter US-

Keine Goodwill-Abschreibung ab 2005 mehr

GAAP aufgehoben. Per 2005 wird die Goodwill-Abschreibungspflicht auch unter IFRS aufgehoben.



Unternehmen können in Zukunft den Goodwill aus einem Unternehmenskauf bzw. einer Fusion theoretisch unbeschränkt in ihrer Bilanz führen. Der Goodwill bleibt aber nicht ohne Weiteres als feste Grösse in der Bilanz unangetastet, sondern **muss jährlich auf seine Werthaltigkeit überprüft werden.** Die Geschäftsleitung muss dazu nachweisen, dass das übernommene Unternehmen auch in Zukunft derart hohe Gewinne ausweisen wird, dass sich der Goodwill, das heisst die Prämie über dem Substanzwert, immer noch rechtfertigt. Dieser Beweis wird normalerweise mit Budgets geführt, die für die Zukunft Gewinne zeigen, welche den nachzuweisenden Wert rechtfertigen.

Die Revisionsstelle muss darauf prüfen, ob diese Bewertung plausibel ist und den Goodwill tatsächlich rechtfertigt. Dieser Vorgang wird in der Fachsprache als „Impairment-Test“ bezeichnet. **Kann im Impairment-Test die Werthaltigkeit des Goodwills nicht nachgewiesen werden, so muss der Goodwill ganz oder teilweise abgeschrieben werden, was im betreffenden Jahr zu einer starken Belastung des Unternehmensgewinnes führt.**

Zeigt das gekaufte Unternehmen in einem oder sogar in zwei aufeinander folgenden Jahren einen Verlust oder nur minimale Gewinne, so wird dies nicht sofort zu einer drastischen Abschreibung des Goodwills führen, solange das Management mit entsprechenden Businessplänen und Budgets glaubhaft darlegen kann, dass in Zukunft Gewinne wieder erzielt werden. Problematisch wird es aber, wenn sich die Rahmenbedingungen für das gekaufte Unternehmen ändern und es nach mehreren Verlustjahren nicht mehr möglich ist, einen Gewinnanstieg für die Zukunft plausibel darzustellen; in diesem Fall wird eine Goodwill-Abschreibung notwendig, die den Gewinn

des gesamten Unternehmens massiv reduzieren kann.

Der Verzicht auf Goodwill-Abschreibungen führt zunächst dazu, dass die Unternehmen, die in der Bilanz einen hohen Goodwill (z. B. Nestlé / 20%) auf weisen und deshalb je-

Höhere laufende Gewinne für viele Unternehmer

des Jahr einen relativ hohen Betrag abschreiben müssen, ab **2005 höhere Gewinne ausweisen werden, da der entsprechende Abschreibungsaufwand dahin fällt.** Auf der Basis der im Jahr 2003 ausgewiesenen Gewinne und Goodwill-Abschreibungen wird dies bei verschiedenen Unternehmen zu einem massiv höheren Gewinnausweis führen. Bei Unaxis, Givaudan, Swiss Life, Holcim, Nestlé, Syngenta und Clariant führte der Wegfall der Goodwill-Abschreibung zu einer Gewinnsteigerung von 20% und mehr, bei Roche, Swisscom, CS Group, UBS und Novartis immerhin zu einem Gewinnanstieg von rund 10%. Unaxis beispielsweise wies 2003 einen Gewinn von CHF 2.50 pro Aktie aus, hätte aber ohne Goodwill-Abschreibung CHF 5.80 ausgewiesen.

Die zweite Konsequenz der neuen Regeln über Goodwill-Abschreibungen ist aber, dass Unternehmen, die in der Bilanz einen hohen Anteil an Goodwill ausweisen, dem Risiko hoher Abschreibungen ausgesetzt sind, wenn es ihnen nicht mehr gelingt, die Werthaltigkeit des Goodwills nachzuweisen. Dies führt dazu, dass die Gewinnentwicklung bei Unternehmen, die aufgrund früherer Akquisitionen einen hohen Goodwill in ihrer Bilanz ausweisen dadurch zyklischer wird.

In Jahren mit guten Betriebserträgen werden sie höhere Gewinne ausweisen als heute, in Jahren mit schlechten Betriebserträgen wird sich die Frage nach der Berechtigung des Goodwills stellen und **damit wird die Jahresrechnung allenfalls durch eine hohe Abschreibung den Gewinn noch zusätzlich belasten**. Auf diese Weise werden derartige Gesellschaften in Rezessionen oder Zeiten, in denen es ihrer Branche schlecht geht, besonders stark betroffen werden. Diese Belastung kann gerade bei Unternehmen zu einem existenziellen Problem führen, deren Goodwill im Vergleich zum Eigenkapital sehr hoch ist, **da die Goodwill-Abschreibung bei diesen Unternehmen zu einem negativen oder äusserst kleinen Eigenkapital führen könnte**.

**Hohe ausserordentliche
Abschreibungen möglich**

Wenn man bei gewissen Unternehmen das Verhältnis zwischen Eigenkapital und Goodwill untersucht, stellt man fest, dass beispielsweise Adecco 2002 einen Goodwill auswies, der über dem Eigenkapital lag, während sich der Goodwill bei Nestlé und ABB 2003 auf 70%, bei Givaudan und Clariant auf 35% des Eigenkapitals belief. Beim Nahrungsmittelunternehmen Nestlé stellt ein hoher Goodwillanteil kaum ein grosses Problem dar, da die Erträge in dieser Branche wenig rezessionsanfällig sind und deshalb auch die Businesspläne, nach denen sich der Goodwill berechnet, stabil bleiben. Die anderen Unternehmen sind aber alle in zyklischen Industriebereichen tätig, so dass sich – bei einem negativen Zyklus – tatsächlich eine grosse Goodwill-Abschreibung ergeben kann.

Die oben dargestellte Problematik zeigt, dass die Änderung der Regeln über die

Goodwill-Abschreibung bei Unternehmen mit hohem Goodwill in der Bilanz zu höheren laufenden Erträgen führt. Das Risiko grosser Ausschläge in Zeiten einer Rezession wird aber umso grösser, da der Goodwill nicht über die Zeit abgebaut wird und deshalb bei einem Impairment-Test möglicherweise in voller Höhe abgeschrieben werden muss. Würde der Goodwill wie bis anhin jährlich um ein paar Prozente abgeschrieben, so würde es letztlich mit jedem Jahr etwas leichter, die Werthaltigkeit des entsprechend verringerten Goodwills nachzuweisen.

Damit führt die Regeländerung zu höheren aber letztlich qualitativ schlechteren Gewinnen der Unternehmen, da die Gewinne immer mit dem Risiko einer plötzlichen Goodwill-Abschreibung belastet sind.

Unserer Meinung nach darf aus diesem Grund die Gewinnerhöhung, die auf den **Wegfall der Goodwill-Abschreibung zurückzuführen ist, nicht zu einer Erhöhung der Aktienkurse führen**. Investoren müssen sich wie bisher überlegen, ob der in einer Bilanz aufgeführte Goodwill gerechtfertigt ist und wie hoch das Risiko einer Abschreibung ist.

Die Goodwillposition in Unternehmen und das Risiko einer plötzlichen Abschreibung werden laufend vom Analyseteam der INVICO[®] analysiert. Dabei muss allerdings vor allem auch der wirtschaftliche Hintergrund des Goodwills in Betracht gezogen werden, nämlich die Übernahme eines Unternehmens.

Die Geschichte zeigt leider, dass derartige **Übernahmen häufig nicht zum gewünschten Erfolg führen**. In der Realität wird für die gekauften Unternehmen häufig zuviel bezahlt und es gelingt den Käufern oft auch nicht, die prognostizierten Gewinne und Synergien zu realisieren.



Qualität der Akquisitionstätigkeit entscheidet

Studien zeigen, dass meist **nur diejenigen Gesellschaften mit ihren Akquisitionsstrategien erfolgreich sind, die Unternehmen aus ihrer eigenen Branche kaufen**. Zusätzliche Voraussetzung ist allerdings ein starkes Management, das die schnelle Integration ermöglicht und auch die mögliche Kosteneinsparung, die sich aus der

Übernahme ergeben, schnell und notfalls mit harten Methoden durchsetzt.

Diese Betrachtung der Akquisitionsstrategien und der dabei erzielten Erfolge ist wichtiger als die reine rechnerische Analyse des Goodwills. Die rechnerische Analyse kann zwar aufzeigen, wie hoch das Risiko ist, das mit dem Goodwill verbunden ist. Die Analyse der Akquisitionsstrategie und der dabei erzielten Erfolge ist dagegen wesentlich um zu beurteilen, wie gross das Risiko ist, dass der Goodwill tatsächlich abgeschrieben werden muss.

Die INVICO[®]-Anlagestrategie für die 30. Kalenderwoche 2004:

- **Sicherheitsstufe:** CHF und EURO übergewichten, Mittelfristige Obligationen 3 Jahre (20 %), Immobilienfonds (20 %), Geldmarkt (40 %)
- **Aufbaustufe:** Schweiz und Euroland übergewichten, Asien, USA neutral.
Aktien: Holcim, Novartis, Serono, Zurich FS, UBS, CS Group, Swatch, Richemont, ABB, E.ON, L'Oréal, Schering, Deutsche Bank, Allianz, SAP, P & G, IBM, Pfizer, GE, Microsoft, XMTCH, FRESCO (beides Indexfonds)
- **Wachstumsstufe:** Golay Buchel, Bucher, Synthes-Stratec, Huber & Suhner, Schweiter, Phonak, Süss, QQQ, Fonds Südostasien (max. 10 %), China-Aktienfonds (5%), Japan-Fonds (10%)
Spekulativ: von Roll, Arques

Bemerkungen: Die Börsen sind immer noch volatil. Wir erwarten weiterhin eine Konjunkturerholung in 2004. Die hohen Geldmengen, die immer noch tiefen Zinsen sowie die Steuersenkungen werden die Wirtschaft beleben. Wir bevorzugen die Schweiz und Euroland aus währungspolitischen Gründen.

Dieser Finanzbrief enthält keine Investitionsaufforderung. Jegliche Haftung wird abgelehnt.

✂

Bitte analysieren Sie mein Portfolio anhand des INVICO[®]-Dreistufenmodells.

Name, Vorname: _____

PLZ, Ort, Land: _____

Tel.: _____ Fax: _____ E-Mail: _____

Beilage: Aufstellung meines Portfolio

INVICO[®] ASSET MANAGEMENT AG, Kirchgasse 24, Postfach, 8022 Zürich
Tel.: + 41(0) 1 267 60 80, Fax: + 41 (0) 1261 72 88, E-Mail: info@invico.ch, www.invico.ch

