

Handelszeitung

Gold / Grossbanken / Unsaubere Bilanzen / Myriad

## Liebe Anleger

Die Verschwörungstheoretiker, die uns einen Preis von 5000 Dollar pro Unze Gold voraussagen, erhalten wieder Rückenwind. Der Grund ist ganz einfach: Das viele Geld, das die Notenbanken drucken. Die Sache hat aber einen Haken: Die Geschichte hat ihnen nie recht gegeben. In den letzten 35 Jahren gab es immer wieder Phasen, in denen Gold ausgerechnet dann versagte, als es am dringendsten als **Inflationsschutz** gebraucht wurde. Steigende Geldmenge gleichbedeutend mit steigender Inflation ist eine Gleichung aus den 1970er-Jahren. Sie stimmt aber nicht mehr, und Gold ist auch kein Schutz vor der Geldentwertung. Aber was schützt wirklich, wenn die Inflation dereinst kommt? Untersuchungen zeigen, dass Rohstoffe, noch vor Aktien, die beste Absicherung sind. Schlechter kommen Staats- und Unternehmensanleihen und eben auch das Gold weg. Also fort mit dem Edelmetall? Nicht unbedingt, denn es hat sich gerade in Krisenzeiten bewährt. So gesehen müssten wir uns mitten in einer Krise befinden – schliesslich ist der Goldpreis ja auf Rekordniveau.

Die Eckdaten von **Basel III** sind bekannt. Und doch wird sich bei den Grossbanken kaum etwas ändern, denn

sämtliche europäischen Schwergewichte, auch die Credit Suisse und die UBS, finanzieren sich heute deutlich kurzfristiger als noch vor der Krise, wie aus einem Bericht der **Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)** hervorgeht: Lag der Anteil kurzfristiger Refinanzierung 2007 noch bei 22%, ist dieser jetzt auf 32% gestiegen. Banken mussten notgedrungen zu solchen kurzfristigen Ausleihungen, auch in Form der in Verruf geratenen illiquiden Commercial Papers, greifen. Die Gefahr davon offenbarte sich gegen Ende Mai, als für kurze Zeit der Interbankenmarkt wieder austrocknete. Wenn sich eine 1000-Mrd-Euro-Bank zu 30% kurzfristig refinanziert, wird an jedem Geschäftstag mehr als 1 Mrd Euro fällig, die wieder neu aufgenommen werden muss. Fünf Tage Unterbruch bedeuten bereits eine Refinanzierungslücke von 5 Mrd Euro. Die lässt sich nur publikumswirksam stopfen – und dann ist auch der günstige Refinanzierungssatz hin.

Interessant wird es daher sein, die Detailregeln zu Basel III zu sehen. Denn die Rolle der liquiden Mittel könnte aufgewertet werden – und damit müssen für die Banken Alternativen her, statt sich wie bisher das Geld untereinander

zu leihen. **Versicherungen und Pensionskassen** könnten hier in die Lücke springen und bei risikobehafteten Banken vielleicht auch der eine oder andere Hedge-Fonds. Damit zeichnet sich schon ab, wie die nächste Bankenkrise uns treffen könnte: Bei den Versicherungseinlagen und Pensionskassenguthaben.

Tony Sacconaghi, Analyst bei Bernstein, hält fest, dass von den **Top-6-Technologiewerten**, die er abdeckt, lediglich Apple «sauber» bilanziert und nur dort die Gewinne nicht unnötig manipuliert werden. Bei den anderen fünf, IBM, Hewlett-Packard, Dell, EMC und Lexmark, findet er alles, was nicht zu sehen sein soll. Sie weisen «Pro forma»-Gewinne aus und lassen Amortisationen bei der Gewinnberechnung weg. Auch die Kosten für die Mitarbeiter-Optionsprogramme sollen selten sauber ausgewiesen werden. Hinzu kommt, dass Technologiefirmen traditionell viel Bargeld scheffeln. Einen Teil davon wenden sie für milliardenschwere, strategisch nicht überzeugende Übernahmen auf. Dazu kommt, dass langsam die Grenzen des Wachstums bei Konzernen wie Cisco oder Google aufgezeigt werden, sowie der steigende Wettbewerb mit der

Konkurrenz aus Indien, China und Taiwan härter wird. Das ist laut Sacconaghi die Erklärung für die Unterbewertung des Sektors. Daher sollte man sich davor hüten, aus den tiefen Bewertungen eine Kaufempfehlung für den Sektor abzuleiten. Kleinere IT-Firmen sind allenfalls als Übernahmekandidaten interessant.

Die Aktie des Schweizer Technologie-werts **Myriad** musste vor Kurzem einen deutlichen Kursdämpfer von rund 25% hinnehmen. Denn mit dem französischen Handy-Hersteller Sagem hat der wichtigste Kunde, dessen Umsatzanteil auch schon gegen 50% betrug, die Zusammenarbeit mit sofortiger Wirkung beendet. Schon länger hat das Myriad-Management versucht, das Klumpenrisiko zu reduzieren. Das geschieht nun unerwartet rasch. Doch die langfristigen Perspektiven, so betont der CEO, seien auch ohne den Kunden intakt.

Bis zur nächsten Woche, Ihr  
**John Dow**

@ johndow@handelszeitung.ch  
twitter.com/john\_dow

# Umdenken bei den Cash-Königen

**US-TECHNOLOGIE** Die Unternehmen horten Milliarden wie noch nie. Der Druck der Anleger nimmt dadurch zu: Sie wollen durch Dividenden an den Barreserven mitverdienen.

STEPHAN BAUER

Dividenden werden bei US-Hightech-Firmen salonfähig. Erst kürzlich hatte Cisco angekündigt, künftig regelmässig einen Teil ihrer Gewinne auszuschütten. Nun gab Microsoft-Chef Steve Ballmer bekannt, dass die Dividende für das laufende Quartal um fast ein Viertel steigen soll. Beide Konzerne gehören zu den Cash-Sammlern unter den Wall-Street-Firmen. Bei Microsoft etwa flossen trotz regelmässiger Zukäufe allein in den zurückliegenden zwölf Monaten rund 24 Mrd Dollar in die Kassen. Ende Juni standen knapp 37 Mrd Dollar Nettoliquidität in der Bilanz. Cisco bringt es sogar auf fast 40 Mrd.

## Geldschwemme bei «Techies»

Die Geldschwemme ist bei den grossen Technologiefirmen schon eher die Regel als die Ausnahme. Der Internet-Suchmaschinenbetreiber Google etwa spülte im 1. Halbjahr rund 4 Mrd Dollar auf sein Konto, bei Apple waren es allein im vergangenen Quartal so viel. «Der freie Cashflow ist in der Branche höher als in anderen Branchen», sagt UBS-Analyst Nikos Theodosopoulos. Ausserhalb des Bankensektors, so der Experte, besitze keine Branche so viel Cash. Auf 675 Mrd Dollar taxiert die Bank die Höhe des Barmittelbestands grosser US-Technologiefirmen.

Trotz des Überflusses ist das Thema Dividende immer noch tabu: Technologiekonzerne bräuchten ihr Geld zur Finanzierung von Forschung und Entwicklung – oder zum Zukauf von Firmen, um neue Technologien schnell absorbieren und rasch wachsen zu können, so das gängige Argument.

Microsoft-Chef Steve Ballmer hat eine Erhöhung der Dividende um ein Viertel angekündigt.

Das aber ist genau die Kernfrage: Sind Techriesen noch Wachstumswerte? Die Analystenschätzungen für das Jahr 2010 lassen Zweifel aufkommen. Zweistellige Raten sind laut den Experten das Kennzeichen von Wachstumswerten. Beim Internetausrüster Cisco rechnen die Experten mit einem Umsatzplus von immerhin 11 und 15% Gewinnwachstum. Microsoft hingegen kommt auf 7% Umsatzzuwachs und 11% Gewinnplus. Zum Vergleich: Der Einzelhandelskonzern Wal-Mart bringt es auf ähnliche Raten, hier sind es 5 respektive 11%.

Ein besseres Argument gegen Ausschüttungen sind die hohen Barbestände von Konzerntöchtern

im Ausland. Etwa 200 der 675 Mrd Dollar Barschaft der US-Techies liegen laut Schätzungen der UBS

## Dividenden gelten als probates Mittel für mehr Ausgabendisziplin beim Management.

bei Auslandsgesellschaften. Der Haken: Bei Wiedereinführung in die USA fallen hohe Steuern an.

## Keine teuren Grossakquisitionen

Dividenden gelten den Anlageprofis indes als probates Mittel, um die Ausgabendisziplin des Managements zu verbessern. Gerade

die Vorstände in der IT-Branche sind aufgrund technologischer Weiterentwicklung ständig in der Versuchung, eigene Entwicklungen durch Firmenzukäufe zu ersetzen, was in vielen Fällen auch sinnvoll ist.

Doch der Schritt zur Vernichtung von Milliarden ist nicht weit. Anfang des Jahrtausends bejubelten Anleger die fast 150 Mrd Dollar schwere Fusion Time Warner mit dem Internetportal AOL – ein grosser Fehler, wie sich herausstellen sollte. «Es ist weitaus sinnvoller, eine Dividende zu zahlen, als eine zu teure Grossakquisition durchzuführen», sagt Fondsmanager Holick. Viele professionelle Investoren sehen es aus Angst vor

teuren Fehlentscheidungen gern, wenn die finanziellen Reserven dem Management nicht in voller Höhe zur Verfügung stehen. Auch die Sorge vor knappen Kassen in einer konjunkturellen Krise gilt angesichts der Cash-Bestände vielfach als unbegründet.

«Reserven von 3 bis 5 Mrd Dollar genügen, um krisenfest zu sein», sagt Gunther Kramert, Fondsmanager bei Union Investment. Denn die Kreditratings der grossen Technologiewerte sind in der Regel bestens. Um die jüngste Dividendenrückkehr sowie ein Aktienrückkaufprogramm zu finanzieren, will Microsoft etwa eine Anleihe über 6 Mrd Dollar begeben – zu Discountzinsen.

## Dividende stützt den Aktienkurs

Der schwerwiegendste Punkt der Dividendenbefürworter aber ist die vergleichsweise schlechte Kursentwicklung vieler grosser Techwerte, die etwa die Analysten der UBS im Verhältnis zu anderen Sektoren feststellen. Nur zwei Beispiele: Microsoft verlor in den zurückliegenden zehn Jahren fast 25% an Kurswert, bei Cisco waren es gar 65%. Der Unterschied: Die Microsoft-Aktionäre kamen dank der seit 2003 gezahlten Dividende mit einem leichten Minus davon.

Sicher sind die 1 bis 2% Dividendenrendite Ciscos oder die auf 2,7% angewachsene Rendite der Microsoft-Aktie nicht üppig im Vergleich zu den teilweise 7%- oder 8%-Renditen, die manche Konzerne aus der Telekommunikations- oder Versorgerbranche stemmen.

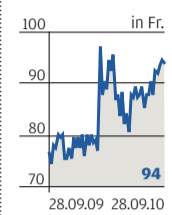
Der neue Trend könnte den Techies dennoch zu neuer Attraktivität verhelfen. Viele institutionelle Anleger, etwa sogenannte Income-Funds, haben die Auflage, nur Werte zu erwerben, die eine Dividende zahlen. Schliesslich ist seit Langem bekannt, dass Dividenden die Aktienperformance befördern, wie etwa eine Langfristanalyse des breiten US-Markts zeigt: Um 590% legten die Werte im S&P 500 unter Einberechnung der Ausschüttungen seit 1988 zu. Ohne Dividende ist das Plus nur gut halb so hoch.

## AKTIEN-TIPP

### Attraktives Schweizer Asset Management



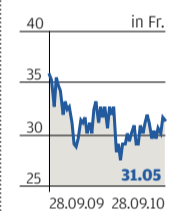
ANDREAS M. E. LUSSER



#### VZ Holding (VZN): Kaufen

Aggressive europäische Steuerbehörden, bis ins Groteske gesteigerte Auflagen im Umgang mit US-Kunden und Wertschriften, inflationäre Auflagen und Kontrollen durch die eigenen Behörden. Die Liste der Problemfelder im Private Banking ist damit noch längst nicht vollständig. Dennoch bieten sich auch attraktive Nischen: Das Vermögenszentrum profitiert von seinem Ruf als umfassender Finanzberater und einem hohen Anteil Schweizer Kunden mit Franken-Anlagen. Die Bewertung ist relativ zur Wachstumserwartung attraktiv. **Risiko:** Das solide Basisgeschäft kontrastiert bisher mit dem VZ-Aktienkurs, welcher seit dem IPO starken Schwankungen unterlag.

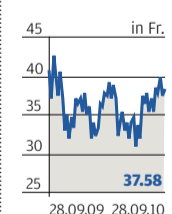
Marktkapitalisierung (in Mrd Fr.)	0.8
Dividendenrendite (in %)	2.3
Ausschüttungsquote (in %)	24.4
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2012	10.8
Performance 2010 (in %)	21



#### Vontobel Holding (VONN): Kaufen

Die Kombination von Private Banking, Investment Banking und Asset Management hat schon manchen Sturm überstanden und im 1. Halbjahr 2010 wiederum netto Neugelder angezogen. Verschlechterten Rahmenbedingungen im Inland trotz Vontobel mit einer breiten europäischen Onshore-Strategie mit lokalen Repräsentanten. Die Bewertung ist, nicht zuletzt angesichts üppiger Eigenmittel, attraktiv. **Risiko:** Mit einer Präsenz in Hongkong und Dubai ist Vontobel in Asien deutlich untervertreten und bleibt stark abhängig von der weiteren regulatorischen und währungspolitischen Entwicklung in Europa.

Marktkapitalisierung (in Mrd Fr.)	2.1
Dividendenrendite (in %)	4.5
Ausschüttungsquote (in %)	42.6
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2012	9.4
Performance 2010 (in %)	6



#### Julius Baer Grp. (BAER): Kaufen

Die Nachricht von CEO Boris Collardi, Asien zum zweiten Heimmarkt zu machen, schlug ein wie eine Bombe. Das Kursfeuerwerk ist zwar mittlerweile erloscht. Dies ändert aber nichts daran, dass ein Vermögensverwalter dorthin gehört, wo Vermögen entstehen, und dies ist auf absehbare Zeit – leider – nicht im Westen zu erwarten. Die neue Strategie fusst auf einem erfreulich gesunden Basisgeschäft, wie das Wachstum im 1. Halbjahr gezeigt hat. **Risiko:** Baer verfügt bei der teuren Jagd auf asiatische Vermögen über einen hervorragenden Namen, ist aber nur Teil einer grossen Meute und damit ohne Erfolgsgarantie.

Marktkapitalisierung (in Mrd Fr.)	7.9
Dividendenrendite (in %)	1
Ausschüttungsquote (in %)	12.1
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) 2012	11.6
Performance 2010 (in %)	5

Andreas Lusser, CEO Researchfirma  
www.thescreeener.com