

US-Pharmakonzernen droht neue Abgabe

Budgetentwurf der Regierung sieht Steuer auf Auslandsgewinnen vor – Kompromiss im Rahmen der Gesundheitsreform gefährdet – Vorsicht mit Aktienengagements

MARTIN GOLLMER

Das Jahr 2009 schien die Zukunft der US-Pharmaindustrie besiegelt zu haben. Mit Übernahmen lösten Pfizer (Kauf von Wyeth), Merck (Schering-Plough) und Abbott Laboratories (Pharmasparte von Solvay) das Problem des Verfalls von Patenten auf umsatzstarken Heilmitteln und ungenügender eigener Produktpipelines. Zudem eigneten sich die Medikamentenhersteller im Rahmen der angestrebten Gesund-

heitsreform mit der Regierung Obama auf Zugeständnisse bei Preisen und steuerlichen Abgaben im Austausch für längerfristig stabile gesetzgeberische Rahmenbedingungen.

Doch jetzt, nachdem die Demokraten in einer Nachwahl für den Senat die blockadebrechende Supermajorität von sechzig Stimmen verloren haben, hängt die Gesundheitsreform wieder in der Luft. Und der Pharmaindustrie droht neues Ungemach. Denn das mit dem Präsidenten höchstpersönlich ausgehandelte Kom-

promisspaket muss wieder aufgeschnürt werden, um die Republikaner an Bord zu holen (vgl. Textbox).

Anleger verunsichert

Die Demokraten, so wird befürchtet, könnten versucht sein, den Pillendreher noch mehr abzurufen. Denn die Branche hatte für die regulatorische Sicherheit einen bescheidenen Preis zu zahlen: 8 Mrd. \$ pro Jahr während eines Jahrzehnts – dies bei einem jährlichen

Umsatz mit verschreibungspflichtigen Medikamenten von zuletzt 246 Mrd. \$. Zudem klafft im Staatshaushalt ein riesiges Loch: Das Budgetdefizit für 2010/11 wird von der Regierung auf rekordhohe 1600 Mrd. \$ veranschlagt. Die neue Unsicherheit über das gesetzgeberische und steuerliche Umfeld drückt auf die Börsenkurse der Aktien von Pharmakonzernen: Der S&P 500 Pharmaceutical Index ist seit der Wahlniederlage der Demokraten 7,1% gefallen, während der marktweite S&P 500 selbst nur 6,3% nachgegeben hat.

Dass die Befürchtungen nicht unbegründet sind, zeigt der vergangene Woche von Obama vorgelegte Budgetentwurf: Er enthält eine neue Steuer auf Gewinnen aus Patenten und anderen immateriellen Werten, die US-Gesellschaften in ausländischen Steueroasen geparkt haben. Zwar soll diese Steuer auf alle amerikanischen Unternehmen angewendet werden. Aber die Pharmakonzerne wären speziell betroffen. Denn wenn sie ein neues Heilmittel entwickeln, transferieren sie die entsprechenden Patente und Rechte oft zu einer Tochtergesellschaft auf den Bermudas oder den Cayman Islands.

Der angestrebte Gewinnsteuer mit einem Satz von 35% könnten erhebliche Summen unterworfen sein. Pfizer etwa hat errechnet, dass von den 56 Mrd. \$ Gewinn, die sie zwischen 2004 und 2008 erwirtschaftet hat, 88% ausländischen Ursprungs waren.

Noch hat das Budget mit der neuen Steuer das Parlament nicht passiert. Ob die traditionell steuerkritischen Republikaner den Vorschlag schlucken werden, bleibt ungewiss. Aber in einem Wahljahr – im November wird der Kongress teilerneuert – ist vieles möglich, zumal die breite Bevölkerung die Milliarden verdienenden Pharmakonzerne für die Kostensteigerungen im Gesundheitswesen mitverantwortlich macht.

Durchgezogene Resultate

Bei all dem läuft das Geschäft der US-Medikamentenhersteller noch nicht wie gewünscht. Pfizer konnte zwar im vierten Quartal 2009 den Gewinn auf 767 Mio. \$ verdoppeln, enttäuschte aber mit dem Ausblick bis zum Jahr 2012. Abbott meldete einen fast unveränderten Überschuss von 1,5 Mrd. \$. Bristol-Myers Squibb verzeichnete einen Gewinnrückgang von 1,1 Mrd. auf 818 Mio. \$. Einzige Eli Lilly machte deutliche Fortschritte: Sie verwandelte einen Verlust im Vorjahresquartal in einen Gewinn von 915 Mio. \$. Merck präsentiert die Quartalszahlen am 16. Februar.

Anleger sollten bei US-Pharmaaktien Vorsicht walten lassen, bis klarer ist, wie es mit der Gesundheitsreform weitergeht und welches Schicksal Obamas Steuerentwurf hat. Längerfristig sind risikofreudigen Investoren die Titel der sehr forschungsgetriebenen Merck zu empfehlen, die in den nächsten Jahren zahlreiche Produktanforderungen erwarten lässt. Eher defensiv orientierte Anleger können dagegen auf Pfizer setzen. Sie fährt eine Strategie, die sich mehr an hohen Absatzvolumen orientiert.



Die US-Regierung hält der Pharmaindustrie die Hand hin: Sie will mehr Geld von ihr.

US-Pharmaaktien weisen stattliche Dividendenrenditen auf

	Kurs am	Perf. seit	Börsenwert	Umsatz in Mrd. \$			Gewinn/Aktie in \$			KGV	Div.-Rend.
	8.2. in \$	1.1. in %		2009	2010 ^A	2011 ^A	2009	2010 ^A	2011 ^A		
Pfizer	17,84	-1,9	144,0	50,0	68,0	66,2	2,02	2,10	2,28	8	4,3
Merck ¹	36,59	+0,1	111,8	26,4	43,6	45,5	3,30	3,33	4,00	11	4,2
Abbott Laboratories	53,35	-1,2	82,5	30,8	36,1	38,6	3,72	4,22	4,78	13	3,3
Bristol-Myers Squibb	23,96	-5,1	41,0	18,8	20,3	21,1	1,85	2,18	2,43	11	5,3
Eli Lilly	34,78	-2,6	40,0	21,8	23,3	23,4	4,42	4,69	4,80	7	5,5

^ASchätzung ¹Schätzung für 2009, definitive Resultate liegen noch nicht vor

Quelle: Bloomberg

Aufwärtstrend gebrochen?



Serie zur US-Gesundheitsreform (3)

Obama versucht's überparteilich

Wer Barack Obamas Rede zur Lage der Nation gehört hat, weiss: Die umstrittene Gesundheitsreform ist nicht mehr die Toppriorität des US-Präsidenten. Neu stellt er die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit in den Vordergrund. Dennoch will er an der Gesundheitsreform, die 45 Mio. unversicherten Amerikanern einen Krankenversicherungsschutz bringen und die Kostensteigerung im Gesundheitswesen dämpfen soll, festhalten. Obama hat jetzt nämlich angekündigt, dass er am 25. Februar ein parteiübergreifendes Treffen abhalten will, um Wege zur Rettung des ambitionierten Projekts auszuloten.

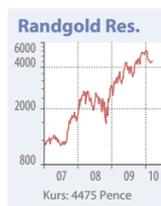
Das Treffen ist notwendig geworden, nachdem die Demokraten in einer Nachwahl in Massachusetts einen Senatsitz an die Republikaner verloren haben und des-

halb in der kleinen Kammer des US-Parlaments nicht mehr über die Supermajorität von 60 Stimmen verfügen. Diese Mehrheit hatte es den Demokraten erlaubt, prozedurale Manöver der Republikaner zur Blockade von Gesetzesvorhaben zu verhindern.

Führende Republikaner begrüsseten dieses Treffen und deuteten auch schon an, wie sie an die Gesundheitsreform herangehen wollen. Sie verlangen, dass die Gesetzesentwürfe, die Repräsentantenhaus und Senat mit demokratischen Mehrheiten verabschiedeten und die jetzt noch einander angeglichen werden müssten, aufgegeben werden, sodass die Diskussion neu beginnen kann. Zudem bevorzugen die Republikaner ein schrittweises Vorgehen. Demgegenüber wollen Demokraten und der Präsident in einer grossen Reform alles auf einmal regeln. **MG**

Randgold top

Goldförderer steigert Gewinn 79%



Der vor allem im afrikanischen Mali aktive Goldförderer Randgold Resources hat die Neuausrichtung seiner Produktion bisher ausgezeichnet gemeistert. Zwar ging der dem Unternehmen zustehende Ausstoss in der älteren Morila-Mine 2009 um 34 000 Unzen zurück, doch wurde der Verlust durch den Ausbau der Förderung im neueren Loulo-Bergwerk mehr als wettgemacht. Insgesamt stieg die Produktion 14% auf 488 000 Unzen. Dank eines im Durchschnitt leicht höheren Abnahmepreises und besser als im Vorjahr abgeschlossener Terminverkäufe (Hedging) nahm der Umsatz gar 28% auf 433 Mio. \$ zu. Der Gewinn betrug 84,3 (i.V. 47) Mio. \$. Grund für den überproportionalen Gewinnanstieg von 79% waren vor allem die nur leicht höheren Minenbetriebskosten.

Die in London kotierten Aktien quittierten den überzeugenden Jahresabschluss, der durch eine 30% höhere Dividende von 17 Cent abgerundet wird, am Montag mit einem Kursgewinn von 6,4% auf 4480p. Auf Basis eines Kurs-Gewinn-Verhältnisses (KGV) 2011 von 22 spiegeln die Titel hohe Erwartungen. Engagements drängen sich vorläufig nicht mehr auf. **DF**

Schrumpfkur für das Finanzinstitut Dexia

Der belgisch-französische Konzern muss seine Bilanz um 35% reduzieren – Künftig keine Schuldtitel mit Staatsgarantie

Die EU-Kommission hat den Sanierungsplan der belgisch-französischen Finanzgruppe Dexia nach zähen Verhandlungen abgesegnet, der Gruppe gleichzeitig aber auch neue Auflagen zum Verkauf von weiteren Konzernanteilen verordnet. Für die Bank dürfte das in den nächsten Jahren weitreichende Veränderungen zur Folge haben. Statt ihre Ambition als einer der weltgrössten Kommunalkreditfinancier weiterzuverfolgen, will sich Dexia künftig vor allem auf das traditionelle Retail und Commercial Banking konzentrieren.

Verändertes Kerngeschäft

Belgien, Frankreich und Luxemburg hatten im Herbst 2008 eine Kapitalspritze von 6,4 Mrd. € zur Rettung der angeschlagenen Finanzgruppe angekündigt und später zusätzliche Garantien für Verbindlichkeiten von zunächst bis zu 150 Mrd. € gegeben. Sie wurden inzwischen auf 100 Mrd. € gesenkt. Dexia-Chef Pierre Mariani kündigte nun an, dass die Gruppe ab Mitte 2010 keine staatlich garantierten Schuldtitel mehr emittieren wird.

Im Gegenzug für die staatlichen Hilfen fordert Brüssel nun den Verkauf weiterer Unternehmensteile. So soll sich Dexia von ihren Mehrheitsbeteiligungen an den in der Finanzierung von Gebietskörperschaf-

ten tätigen Töchtern Dexia Crediop in Italien und Dexia Sabadell in Spanien trennen. Auch die slowakische Tochter Dexia Banka Slovensko sowie ihr Versicherungsgeschäft in der Türkei sollen verkauft werden. Die Denizbank, einen ihrer grössten Wachstumsmotoren, darf sie dagegen behalten.

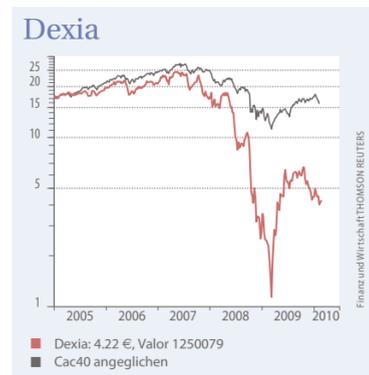
Dexia hatte sich nach dem staatlichen Rettungspaket bereits von Unternehmensteilen getrennt und den US-Anleihenversicherer FSA, eine 20%-Beteiligung am französischen Crédit du Nord und die Kommunalkredit Austria verkauft. Nach Konzernchef Mariani wird die Bank bis 2014 ihre Bilanzsumme um 35% gegenüber dem Jahr 2008 reduzieren. Ende 2008 hatte sie 651 Mrd. € betragen. Sie verpflichtete sich zudem, den Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten auf etwa 10% (2008: 40%) zu verringern. Zu den weiteren Auflagen der EU gehört das Verbot, bis Ende 2011 Übernahmen durchzuführen und Bargelddividenden zu bezahlen.

Auch wenn Dexia das Kerngeschäft behalten darf, wird sich das Portfolio stark verändern und der Bereich Retail und Commercial Banking ein wesentlich grösseres Gewicht erhalten. So soll die Finanzierung von Gebietskörperschaften 2014 nur noch 20% zu den Nettoeinnahmen beitragen, das Retail und Commercial Banking in

Belgien, Luxemburg und der Türkei dagegen 60% und der Bereich Vermögensverwaltung, Versicherungen sowie Investor Services weitere 20%.

Einige Unwägbarkeiten

Dexia hatte 2008 einen Verlust von 3,3 Mrd. € erlitten, in den ersten neun Monaten 2009 aber wieder einen Gewinn von 0,8 Mrd. € verbucht. Das vierte Quartal sei ebenfalls gut verlaufen, erklärte Konzernchef Mariani. Er warnte jedoch, dass 2010 schwieriger werden könnte als das vergangene Jahr. «Die Tatsache, dass wir



unseren Bedarf an kurzfristigen Finanzierungen stark reduziert haben, lastet auf der Profitabilität, ohne dass wir schon die vollen Auswirkungen aus dem Abbau unserer Aktivitäten spüren», sagte er.

Die Börse reagierte am Montag mit Erleichterung auf die Einigung mit der EU-Kommission, und so legten Dexia 4,7% auf 4,21 € zu. Doch auch wenn für den Konzern nun die Unsicherheiten beendet sind, die sich mit den Verhandlungen über den Restrukturierungsplan verbanden, bleiben Unwägbarkeiten bestehen. So bleibt die Frage, welchen Preis Dexia mit dem Verkauf ihrer Töchter in Spanien und Italien erzielen kann.

Das künftige Geschäftsmodell setzt zudem auf Aktivitäten mit geringeren Margen. Gleichzeitig könnten die Einnahmen der Bank sinken, da sie höhere Refinanzierungskosten haben dürfte. Nach Ansicht von Finanzanalysten wird Dexia zusätzlich die Auswirkungen von Basel III stärker zu spüren bekommen als andere Banken. Und der staatliche Grossaktionär CDC – mit 17,6% wichtigster Anteilseigner – denkt laut Presseberichten über eine Zusammenlegung mit der französischen Postbank nach. Aus Anlegersicht sind die Dexia-Aktien (KGV von 6) daher trotz der günstigen Bewertung weiter mit Vorsicht zu geniessen. **GW**, Paris