



**Helmut Becker**  
zu Toyota und Japans  
hilflosem Krisen-  
management

## Nichts gelernt

Das sind Tage des Zweifels für die schwindende Schar Unentwegter, die noch an die Überlegenheit des japanischen Erfolgsmodells glauben. Auf die Pleite des einst stolzen Symbols von Präzision und untadeligem Service, Japan Airlines, folgt mit Toyota Motor die Demontage der Zitadelle der Japan AG. Dabei handelt es sich nicht nur um das wichtigste Industrieunternehmen des Inselreichs, sondern den Erfinder von Produktions- und Managementmethoden wie Kaizen (ständige Qualitätskontrolle und Verbesserung) und Just-in-Time-Fertigung und Vorbild für die gesamte Autoindustrie. Nun muss Toyota seit Wochen Millionen von Fahrzeugen zurückrufen und präsentiert ein hilfloses Krisenmanagement, das den Schaden potenziert.

Auch von anderen Ikonen wird Unrühmliches gemeldet: Rückrufaktionen von Honda und gefälschte Zertifizierung von Flugzeugsitzen von Koito Industries, an der Toyota 39% hält. Und Sony droht von Apple und der südkoreanischen Konkurrenz als innovativer Trendsetter überholt zu werden.

Japan scheint Krisen magisch anzuziehen und wirkt unprofessionell im Gegensteuern. Dabei existieren exakte Vorgaben der Schadenbegrenzung, wie vor Jahren Schindler nach einem tödlichen Unfall in einem ihrer Fahrstühle in Japan lernen musste: Die Konzernleitung muss vor laufenden Kameras zum kollektiven Kotau in genau bestimmtem Winkel antreten und Rechtsanwältinnen zunächst zurückbinden. Toyota, Koito und Honda haben diese Regeln öffentlicher Abbitte verletzt und damit die Skandale eskalieren lassen.

Ein Novum ist das nicht. Als die Spekulationsblase in Japan 1990 platzte, leistete sich die Finanzaufsicht fünf Jahre die Behauptung, eine krisenhafte Zuspitzung gleiche übler Nachrede. Ende der Neunzigerjahre rettete sich Mitsubishi Motors in die Arme von Daimler-Chrysler, als aufgedeckt wurde, dass jahrelang Konstruktionsfehler toleriert wurden, trotz tödlicher Unfälle. Umfangreiche Rückrufe sind auch bei Toyota Routine. Bisher gelang es, die Öffentlichkeit positiv zu beeinflussen, nicht zuletzt durch massiven Lobbyismus in Washington. Doch auf die Globalisierung und die Konsequenzen der Finanz- und Wirtschaftskrise waren Japans Topunternehmen schlecht vorbereitet. Seit der Avance zum weltgrößten Autokonzern und den massiven Problemen der US-Konkurrenz hätte Toyota schnell und ohne Arroganz auf Mängel reagieren müssen. Nun triumphiert Schadenfreude.

**Vor allem in den Reihen der Grossindustrie gesellt sich zu Arroganz auch Ignoranz.** Denn preiswerte Qualitätsprodukte liefert heute auch Südkorea und morgen wahrscheinlich China. Toyota wird die Krise überstehen, auch wenn der Imageschaden massiv ist. Dass Japans Managementelite aber mehr als einen um jeden Preis zu vermeidenden Gesichtverlust zu erliden in der Lage ist, darf nach der Erfahrung der letzten beiden Jahrzehnte bezweifelt werden.

### In Kürze

**BAM senkt erneut die Gewinnprognose:** Der grösste niederländische Baukonzern geht wegen des weiterhin hohen Abschreibungsbedarfs nur noch von einem Jahresüberschuss 2009 von 30 (2008: 162) Mio. € aus. Im Herbst war die Gewinnprognose von 120 auf 100 Mio. € zurückgeschraubt worden. Der Jahresbericht wird am 4. März veröffentlicht. Bis dahin will das Management Massnahmen zur Stärkung der Bilanz erörtern. Per Ende September hatte die Nettoverschuldung 1,8 Mrd. € betragen. An der Börse wurde die Mitteilung ungnädig aufgenommen. Die Aktien fielen am Dienstag in Amsterdam bis zum frühen Nachmittag 12% auf 5,82 €.

# Schwarze Zahlen dank Staatshilfe

US-Hausbauer profitieren von Regierungsmassnahmen – Gewinne nicht nachhaltig – D.R. Horton, NVR und Meritage interessant

MARTIN GOLLMER

Fast alle US-Hausbauunternehmen haben im abgelaufenen Geschäftsquartal einen Verlust aus dem Vorjahr in einen Gewinn verwandeln können. Besonders spektakulär ist die Verbesserung im Fall von Lennar ausgefallen, die aus einem Minus von 811 Mio. \$ ein Plus von 36 Mio. \$ gemacht hat. Auch KB Home hat einen beachtlichen Turnaround hinter sich, resultierte doch nach einem Verlust von 307 Mio. \$ im Vorjahr nun ein Überschuss von 101 Mio. \$.

Anleger sollten sich allerdings von den positiven Resultaten nicht blenden lassen. Sie sind nicht das Ergebnis operativer Fortschritte oder einer Erholung des Immobiliensektors, sondern sind fast ausschliesslich auf Massnahmen der US-Regierung zur Stützung des Häusermarktes und der Hausbauer zurückzuführen.

## Fette Steuergutschriften

Eine dieser Massnahmen sieht vor, dass Hausbauunternehmen Verluste in den Jahren 2008 und 2009 aus dem Verkauf von Land und Häusern statt zwei nun fünf Jahre zurück mit Gewinnen verrechnen können. Diese Gesetzesänderung führte bei den Unternehmen zu hohen Steuer-rückvergütungen. Lennar konnte so ihrer Rechnung im abgelaufenen Quartal 320 Mio. \$ gutschreiben, KB Home immer noch 192 Mio. \$. In beiden Fällen hätte ohne den Steuerbonus ein operativer Verlust resultiert. Das Gleiche wäre bei M.D.C. Holdings, Ryland Homes, Meritage Homes und Beazer Homes passiert, die alle auch einen Quartalsgewinn auswiesen.

Eine Ausnahme ist D.R. Horton. Zwar hat auch sie eine Steuerrückvergütung von 149 Mio. \$ kassiert. Doch bringt man diese vom gemeldeten Gewinn von 192 Mio. \$ in Abzug, ergibt sich immer noch ein Überschuss. Dabei hat Horton von einer weiteren Regierungsmassnahme besonders profitiert. Diese sieht vor, dass Erstkäufer von Häusern eine Steuervergünstigung von 8000 \$ erhalten. Horton hat sich nämlich mit Erfolg auf das Geschäft mit solchen Erstkäufern spezialisiert: Ihr Umsatz stieg im abgelaufenen Geschäftsquartal denn auch 23% auf 1,1 Mrd. \$ – dies in einem Markt, der landesweit rückläufig ist.

Horton spekuliert darauf, dass ihr die Steuervergünstigung in den nächsten Monaten zahlreiche weitere Erstkäufer in die Arme treibt. Von den 11 500 Häusern, die



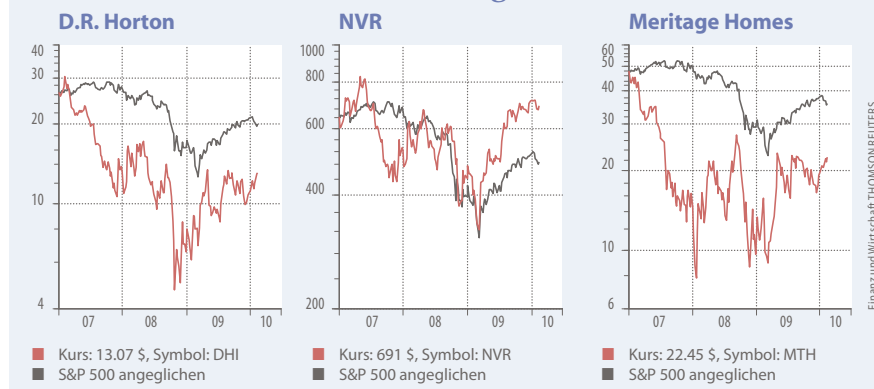
Der Hausbau in den USA floriert dank grosszügiger Förderung durch die Regierung.

## US-Hausbauer kehren erst 2011 wieder in Gewinnzone zurück

	Kurs am 15.2. in \$	Perf. seit 1.1. in %	Börsenwert in Mio. \$	Umsatz in Mio. \$			Gewinn/Aktie in \$			KGV	Div.-Rend. 2010 <sup>A</sup>	2010 in % <sup>A</sup>
				2009	2010 <sup>A</sup>	2011 <sup>A</sup>	2009	2010 <sup>A</sup>	2011 <sup>A</sup>			
Pulte Homes	11.74	+17,4	4466	4084	5258	5834	-3,06	-0,32	0,24	-	-	0,1
D.R. Horton <sup>1</sup>	13.07	+20,2	4155	3658	4217	4926	-0,89	0,43	0,57	31	1,1	1,1
NVR	691.00	-2,8	4103	2744	3069	3639	31,26	33,25	-	21	-	0
Toll Brothers <sup>2</sup>	19.87	+5,6	3281	1755	1448	1682	0,13	-0,75	0,35	-	-	0
Lennar <sup>3</sup>	16.96	+32,8	3026	3119	3140	3885	-0,85	-0,33	0,49	-	-	0,9
M. D. C. Holdings	35.22	+13,5	1658	898	1061	1331	-2,11	-0,77	0,49	-	-	2,8
KB Home <sup>3</sup>	16.62	+21,5	1277	1825	1793	2126	-0,60	-0,49	0,72	-	-	1,5
Ryland Group	23.23	+17,9	1019	1284	1327	1545	-1,86	-0,47	1,02	-	-	0,7
Meritage Homes	22.45	+16,1	714	970	977	1076	-1,28	0,05	0,98	424	-	0
Beazer Homes <sup>1</sup>	4.32	-10,7	269	1005	981	1181	-4,01	-1,70	-0,40	-	-	0

<sup>A</sup>Schätzung <sup>1</sup>Geschäftsjahr per Ende September <sup>2</sup>Geschäftsjahr per Ende Oktober <sup>3</sup>Geschäftsjahr per Ende November Quelle: Bloomberg

## US-Hausbauaktien haben steigende Tendenz



# Schatten über dem spanischen Aktienmarkt

Investoren fordern für gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen wieder vermehrt Tribut – Vertrauensdefizit der Regierung

Der Rettungsplan der EU für Griechenland ist zwar noch nicht spruchreif. Doch die Absicht, das Land nicht in den Staatsbankrott schlittern zu lassen, hat auch der Börse Madrid eine Atempause verschafft. Seit dem 4. Februar, als Investoren wegen der Panik um die Zahlungsfähigkeit Griechenlands auch Spanien ins Visier nahmen, erholte sich der Ibx35 wieder etwas. Mit einem Jahresverlust von gegen 14% erbrachte der Leitindex jedoch die schlechteste Performance unter den grösseren Börsen Europas (vgl. Grafik).

## Risikofaktor Arbeitslosigkeit

Noch 2009 hatte der Ibx35 dank der ausgeprägten Präsenz einiger Grossunternehmen in Lateinamerika mit einer Avance von fast 30% eine hervorragende Performance erbracht. «Der Markt hat eine Abreibung bekommen. Aber wir müssen sehen, wie viel die Börse 2009 zugelegt hat», bilanziert Luis Bengueri von der Firma Interbroker und widerspricht damit indirekt den Verschwörungstheorien gegen den Euro und gegen Spanien, die die sozialistische Regierung als Erklärung für das Debakel herangezogen hatte.

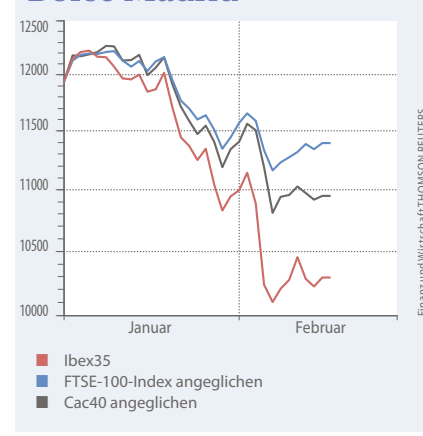
«Es gab eine Überreaktion an den Märkten», meint Juan José Fernández-Figares von Link Securities. «Doch wenn es um Geld geht, hat die Panik keine Grenzen.» Selbst wenn die finanzielle Schief-

lage Spaniens mit einem Haushaltsdefizit von 11,4% Ende 2009 und einem um 15 Punkte auf 55% gewachsenen Schuldenberg die Solvenz des Landes nicht akut gefährdet: Spanien gilt allein wegen der Arbeitslosigkeit von fast 20% und der damit verbundenen Sozialkosten als potenziell grösseres Risiko für den Euroraum als das wirtschaftlich deutlich kleinere Griechenland. «Sobald die Angst vor einem Default Griechenlands wieder wächst, werden die Attacken auf die Börse Madrid weitergehen», prognostiziert ein Händler.

Die meisten Ibx35-Unternehmen haben zwar stark in Aktivitäten im Ausland investiert und hängen nur noch beschränkt vom Heimmarkt ab. Dennoch sind die Vorbehalte gegenüber spanischen Aktien spürbar. «Dieser Markt bleibt hoch spekulativ», meint der Analyst Bengueri. «Lang- und mittelfristige Positionen sind ein Fehler. Wenn es bergauf geht, sollte man verkaufen.» Andere Analysten sehen indes Chancen. So gelten defensive Werte von Unternehmen mit absehbarer Ergebnisentwicklung (etwa der Gaspipelinebetreiber Enagas) oder schuldensfreie Unternehmen mit hohem Cashflow und attraktiver Dividendenrendite (so die Börsenholding BME) als relativ sichere Anlagen. Auch der Ölanlagenbauer Técnicas Reunidas, der sich auf volle Auftragsbücher stützt, und der relativ krisenfeste Modekonzern Inditex gehören zu den Favi-

ten. Die Ibx-Schwergewichte Telefónica, Santander und BBVA erscheinen fast preisgünstiger: «Santander sind auf attraktivem Niveau», sagt Alberto Salgado von Ahorro Corporación. «Telefónica haben eine Dividendenrendite von 7% und sind ein klarer Kauf, selbst wenn der Konzern in Spanien Marktanteile verliert und in Brasilien neue Konkurrenz bekommt.» Andere meinen, dass die Resultatsaison den Blick vermehrt auf konkrete Unternehmenszahlen lenke, die besser aussähen als die makroökonomischen Daten Spaniens. In der nächsten Woche werden der Stromkonzern Iberdrola, der Ölmulti Repsol YPF und Telefónica ihre Jahreszahlen 2009 vorlegen.

## Börse Madrid



sie in Bau hat, werden 7300 auf Vorrat hochgezogen. Horton ist überzeugt, dass sie diese Immobilien an den Mann bringt: Sein Unternehmen werde auch in jedem Quartal des laufenden Jahres einen Gewinn ausweisen, sagte CEO Donald Tomnitz vor kurzem an einer Branchenkonferenz. Risikofähige Anleger können auf die Horton-Aktien in der Hoffnung setzen, dass die Rechnung von Tomnitz aufgeht.

Für das laufende Geschäftsjahr geben sich die meisten Hausbauunternehmen allerdings wenig zuversichtlich. Der Goldman-Sachs-Prognose einer Zunahme der Verkäufe neuer Häuser um 20 bis 30% trauen längst nicht alle. «Es ist verfrüht, den Beginn einer nachhaltigen Erholung des Häusermarktes zu signalisieren», sagte etwa Ian McCarthy, CEO von Beazer Homes, anlässlich der Präsentation der Quartalsergebnisse.

## Marktstützung befristet

Der Grund für die Zurückhaltung liegt darin, dass die Regierungsmassnahmen zur Stützung des Häusermarktes in den nächsten Monaten auslaufen. So ist die Steuergutschrift für Erstkäufer von Häusern auf Ende Juni befristet. Die milliardenschwere Aktion zum Aufkauf hypothekenbesitzerer Papiere der US-Notenbank, welche die Zinsen für dreissigjährige Hypotheken auf ein tiefes Niveau wie zuletzt in den Fünfzigerjahren sinken liess, läuft sogar schon Ende März aus. Zudem sagen Ökonomen für 2010 angesichts einer anhaltend hohen Arbeitslosigkeit einen Anstieg der Zwangsversteigerungen auf einen Rekordstand voraus. Dadurch kommen laufend bestehende Häuser zu günstigen Preisen auf den Markt, was den Verkauf teurerer neuer Häuser erschwert.

Analysten beurteilen deshalb die jüngsten Quartalsgewinne der meisten US-Hausbauunternehmen als nicht nachhaltig und prognostizieren ihnen darum nach 2009 auch für 2010 Verluste (vgl. Tabelle). Ausnahmen sind neben Horton noch NVR und Meritage. NVR profitiert davon, dass sich ihr wichtigster Markt, das Hauptstadtgebiet Washington, schon im Aufschwung befindet. Meritage hat in der Rezession die Hausaufgaben gemacht und die Kosten gesenkt. Zudem ist das Potenzial für weitere Abschreibungen auf Land- und Häuserbeständen klein. Anleger, die US-Hausbauunternehmen suchen, die frühzeitig den Turnaround schaffen, können deshalb ausser auf Horton auch noch auf NVR und Meritage setzen.

«Die Volatilität wird sich reduzieren. Spanien ist nicht Griechenland, und der Ibx ist nicht Spanien», sagt Natalia Aguirre von Renta 4 für den Ibx voraus. Auf kurze Sicht werden Banktitel nach Analystenmeinung die Verliererliste anführen. Sie sind die grossen Gläubiger der Schulden, die der spanische Staat 2009 gemacht hatte. Diese Anleihen summieren sich bis Ende November 2009 auf 146 Mrd. €. Hinzu kommen die Kreditrisiken im kollabierten Immobiliensektor und wachsende Kreditausfälle in Privathaushalten.

## Einige Opfer notwendig

Klar ist, dass der sozialistische Ministerpräsident José Luis Zapatero Reformen durchsetzen muss, um Vertrauen zurückzugewinnen. Der kürzlich in Brüssel eingereichte Stabilitätsplan, wonach das Defizit bis 2013 auf 3% des BIP gestutzt werden soll, hinterlässt Fragen über die Effizienz der geplanten Massnahmen.

Ansätze einer Reform des Rentensystems musste Zapatero nach Protesten der Gewerkschaften zurückziehen, was seine Führungsqualitäten erneut in Frage stellte. Nach Meinung hochrangiger Wirtschaftsexperten wie Nobelpreisträger Paul Krugman wird Spanien seine Wettbewerbsfähigkeit nur über einen Einschnitt bei Löhnen und Gehältern zwischen 20 und 30% wiederherstellen können. **AE**, Madrid