

Fiat muss sich Vertrauenskapital erarbeiten

Ratingrückstufung durch Moody's – Die Integration von Chrysler weckt Hoffnungen und Befürchtungen – Die Rentabilität des Europageschäfts ist ungenügend

ULRICH SCHÄRER

Der italienische Autobauer Fiat tut sich derzeit schwer, den Investoren die Vorzüge der Integration von Chrysler näherzubringen. Der Aufbau einer 51%-Beteiligung am US-Autobauer und die entsprechende Konsolidierung ab Juni hatten noch viel Zustimmung geerntet. Doch nun scheinen die Zweifler klar die Oberhand zu haben. Jüngstes Beispiel dafür ist die Ratingagentur Moody's, die ihre Bewertung der langfristigen Verbindlichkeiten um ein Notch auf Ba2 (zwei Stufen unter Anlagequalität) zurückgenommen hat. Beweggrund dafür ist, dass Fiat nun als Mehrheitsaktionär auch für die Chrysler-Verschuldung geradezustehen hat. Die Nettoverschuldung des Gesamtkonzerns wird voraussichtlich zum Jahresende 5 bis 5,5 Mrd. € erreichen, ohne Chrysler 2 bis 2,3 Mrd. €.

Nicht zu Unrecht unterstreichen die Moody's-Analysten auch die ungenügende Modellerneuerung. Sie hat konkret dazu geführt, dass der Fiat-Marktanteil in Europa (EU und Efta) in den ersten sieben Monaten des Jahres gerade noch 7,4% betrug nach 8,3% im Vergleichszeitraum 2010. Diese Schwäche weckt unter Investoren seit geraumer Zeit Befürchtungen und hat wesentlich dazu beigetragen, dass die Fiat-Aktien seit Jahresbeginn 42% eingebüsst haben; die Stammaktien des breiter aufgestellten Konkurrenten Volkswagen verloren in diesem schwierigen Bör-

senumfeld gerade mal 12%. Das Problem für viele Investoren ist, dass die Integration der beiden Konzerne, verbunden mit einer Erneuerung der Produktpaletten, nicht so schnell vorankommt, wie sie es möglicherweise erhofft hatten. In den letzten Monaten hat sich dieser Prozess nicht wesentlich beschleunigt. Erst ab 2012 sollen unter den Marken Chrysler, Jeep, RAM Dodge und Fiat insgesamt acht neue oder wesentlich erneuerte Modelle auf den Markt kommen, die alle auf einer Fiat-Architektur basieren.

Chrysler stützt Ertragslage

Grundsätzlich weckt die Leistungsschwäche von Fiat auf dem alten Kontinent Bedenken. Es ist kein Geheimnis, dass die Italiener in Europa kein Geld mehr verdienen und der für dieses Jahr erwartete Nettogewinn von 300 Mio. € (ohne Chrysler) grösstenteils aus dem brasilianischen Geschäft stammt. Konzernchef Sergio Marchionne hat indes gemäss dem Businessplan 2010 Besserung versprochen. Die Zielsetzungen des Plans für das Jahr 2011 hat er diese Woche an einer Investorenkonferenz in London bestätigt.

Bemerkenswert ist auch, dass die Integration von Chrysler die geografische Diversifikation des Gesamtkonzerns verbessert und zu einer Erweiterung der Modellpalette über die einzelnen Fahrzeugsegmente hinweg führt. Fiat ist in Europa und in Lateinamerika gut vertreten, Chrysler

dagegen vor allem auf dem nordamerikanischen Kontinent. Bereichert wird die Gesamtpalette mit der Integration des US-Autobauers besonders in den Bereichen Geländewagen, Minivan und Pick-up.

Schwierige Transformation

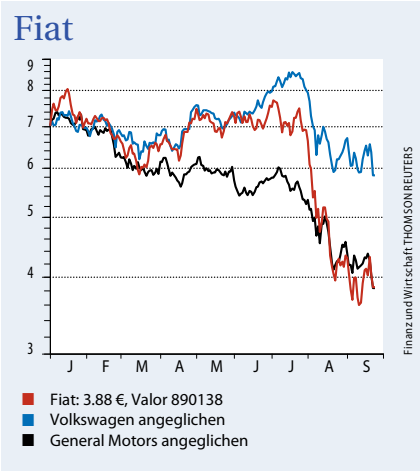
Die mit der Chrysler-Konsolidierung wesentlich erweiterte Ertragsbasis schlägt sich in den Resultaten des laufenden Jahres bereits deutlich nieder: So soll der Gewinn der Gesamtgruppe 1,7 Mrd. erreichen, der Umsatz 58 Mrd. € (ohne Chrysler: 37 Mrd. €). Eine weitere substanzielle Steigerung ist für 2012 zu erwarten, wenn die Chrysler-Zahlen erstmals über zwölf Monate hinweg berücksichtigt werden.

Dass Fiat an der Börse gegenwärtig derart abgestraft wird, erklärt sich ein Stück weit auch mit dem schwierigen Marktumfeld in den industrialisierten Ländern, wo die Italiener annähernd 70% ihres Umsatzes erzielen. Für einzelne dieser Märkte stellen sich die Investoren offenkundig auf neuen Margendruck. Weniger präsent als andere grosse Anbieter ist der Konzern auf den boomenden Märkten Asiens.

Zusammenfassend befindet sich der Konzern in einer Transformationsphase, in der die Erfolge gerade produktseitig schwer abschätzbar sind. Dieses Manko an Visibilität führt in der derzeit getrübten Börsenkonjunktur zu Verunsicherung. Einige Finanzanalysten haben angesichts der beschleunigten Übernahme der Chrysler-Kapitalmehrheit zwar äusserst wohlwollende Einschätzungen abgegeben. Doch nun muss sich Fiat offenkundig das Vertrauenskapital neu verdienen, dass nämlich die Integration des US-Autobauers so umsetzbar ist wie in den Strategieplänen angekündigt. Dass die Etapenziele für dieses Jahr nun bestätigt wurden, ist ein gutes Zeichen, doch wird sich der Anleger nur längerfristig binden, wenn sich die Integration des italienisch-amerikanischen Gespanns in einer sichtbar steigenden Rentabilität niederschlägt. Das ist machbar, aber mit Herausforderungen verbunden. In dieser Betrachtung und angesichts der damit verbundenen Gefahren sind die Fiat-Aktien nur für risikofähige Investoren ein Engagement.



Fiat-Konzernchef Sergio Marchionne ist für seinen eigenwilligen Auftritt bekannt: In Frankfurt präsentierte er in seiner Art den neuen Kleinwagen Panda.



Unternehmenszahlen			
	2011 ^A	2011 ^A	2012 ^A
	Fiat ¹	Fiat-Konzern ²	Fiat-Konzern ²
Umsatz in Mrd. €	37,0	58,5	77,0
– Veränd. in %		+58,1	+31,6
Betriebsgewinn	1,1	2,1	3,1
– Veränd. in %		+91,0	+47,6
Gewinn in Mrd. €	0,3	1,7	1,2
– Veränd. in %		+466,7	–29,4
Kurs am 23.9. in €		3,88	
Gewinn/Aktie in €		1,37	0,97
KGV		3	4
Dividende in €		0,11	0,11
Rendite in %		2,8	2,8
Börsenkap. in Mrd. €		4,7	
Hauptaktionäre: Exor (30,5%), Blue Ridge Capital (1,5%)			
^A Schätzung ¹ ohne Chrysler ² Chrysler ab Juni konsolidiert			
³ Chrysler zwölf Monate konsolidiert			

US-Autobauer ringen mit Gewerkschaft um neuen Tarifvertrag

General Motors erzielt vorläufige Einigung – Chrysler lehnt Gewerkschaftsforderungen vorerst ab – Im Fall von Ford droht ein Streik – Aktienengagement risikoreich

MARTIN GOLLMER

Einmal erfolgreich, einmal gescheitert: So lässt sich das bisherige Resultat der Verhandlungen zwischen der amerikanischen Autoarbeitergewerkschaft UAW und den US-Autoherstellern zusammenfassen. Während die UAW mit General Motors (GM) eine Einigung erreichte, sind die Gespräche mit Chrysler vorläufig ohne Ergebnis abgebrochen worden. Als Nächstes will die UAW mit Ford Motor verhandeln.

Für die US-Autobauer steht in den Gesprächen viel auf dem Spiel: Nach harten Sanierungsmassnahmen, die im Fall von GM und Chrysler nur unter Gläubigerschutz und mit Staatshilfe durchgeführt werden konnten, darf die stark verbesserte Kostenstruktur nicht wieder aufs Spiel gesetzt werden. Ja, wenn möglich sollten die Ausgaben für Löhne und Sozialleistungen nochmals gesenkt werden. Auf der andern Seite geht die Gewerkschaft mit dem Ziel in die Verhandlungen, wenigstens einen Teil der während der Sanierung verlorengegangenen Arbeitsplätze wieder zurückzuholen.

Rechnung aufgegangen

Zumindest im Fall von GM scheint die Rechnung beider Verhandlungsparteien aufgegangen zu sein. Der grösste einheimische Fahrzeugproduzent verpflichtete sich, bis zu 6400 neue Arbeiter einzustellen. Sie erhalten aber tiefere Löhne als Personal, das bereits seit langem bei GM arbeitet. Der Mindeststundenlohn wird aber gleichzeitig von 14 bis 16 \$ auf über 19 \$ angehoben. Dazu kommen Vergünstigungen für medizinische Dienstleistun-

gen und Weiterbildungen, Prämien, wenn bestimmte Qualitätsstandards erreicht werden, und erfolgsgebundene Boni, wenn GM einen Jahresgewinn von mindestens 5 Mrd. \$ macht. 2010 erwirtschaftete der Autobauer einen Überschuss von 4,7 Mrd. \$. GM erhält dafür die Erlaubnis, bis zu 17000 langjährigen Mitarbeitern Zahlungen zu offerieren, wenn sie ihren Arbeitsplatz vorzeitig aufgeben. Je nach Job und Beschäftigungsdauer sollen diese Abgangsentschädigungen zwischen 10000 und 75000 \$ betragen.

Brian Johnson, Analyst in Diensten von Barclays Capital, hat ausgerechnet, dass die Personalkosten bei GM von 56 auf 47 \$ pro Stunde fallen könnten, wenn der Konzern einen Zustand erreicht, in dem 40% der Arbeiter zu den neuen tieferen Löhnen und Sozialleistungen Dienst tun.

Die UAW-Mitglieder, die bei GM arbeiten, müssen jetzt noch über den neuen Tarifvertrag abstimmen. Das soll in den nächsten Tagen geschehen. Während sich die Gewerkschaftsführung zuversichtlich zeigt, haben Leute an der Basis Ablehnung signalisiert. «Das Abkommen macht in Wirklichkeit den tieferen Lohn zum neuen Lohn bei GM», sagte einer der gegenwärtig 48500 Arbeiter.

Der Versuch der UAW, die GM abgerungenen Zugeständnisse auch mit Chrysler auszuhandeln, ist diese Woche vorerst gescheitert. Die Führung des drittgrössten US-Autobauers, der inzwischen zu 51% dem italienischen Branchennachbarn Fiat gehört (vgl. Text oben), weigert sich, Löhne und Sozialleistungen nach oben anzupassen. Die Personalkosten pro Stunde betragen bei Chrysler 49 \$. Der Hersteller ist der finanziell schwächste der drei einheimi-

schen Fahrzeugproduzenten und ist immer noch in den roten Zahlen. Im vergangenen zweiten Quartal resultierte ein Verlust von 370 Mio. \$, hauptsächlich weil noch Staatshilfen der USA und Kanadas zurückbezahlt werden mussten.

Weil die UAW mit Chrysler vorerst kein Weiterkommen sieht, will sie zunächst mit Ford verhandeln. Die Gespräche mit der Nummer zwei in den USA dürften aber

nicht einfacher werden, betragen doch Fords Personalkosten pro Stunde 58 \$. Der Konzern wird deshalb versuchen, sie auf ein mit GM vergleichbares Niveau zu senken. Die Gespräche mit Ford haben auch deshalb Brisanz, weil dort die Arbeiter ein Streikrecht haben. Bei GM und Chrysler haben sie seinerzeit als Gegenleistung für die Staatshilfe darauf verzichtet.

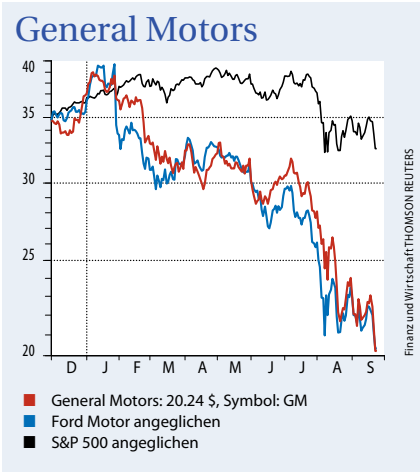
Fahrzeugabsatz boomt

Die UAW kann ihren Forderungen auch deshalb Nachdruck verleihen, weil der US-Automarkt boomt. Im August wurden trotz Anzeichen einer Konjunkturschwäche 7,5% mehr Fahrzeuge verkauft als im Vorjahresmonat. Die wieder erstarkten GM, Ford und Chrysler konnten diesen Landesdurchschnitt jeweils deutlich übertreffen (vgl. Tabelle). Deshalb allerdings als Anleger schon auf die US-Autobauer zu setzen, ist gewagt. Der Fahrzeugabsatz könnte seinen Höhenflug jäh abbrechen, falls die USA erneut in eine Rezession schlittern. Und die japanische Konkurrenz, die wegen der Natur- und Atomkatastrophe den Markt gegenwärtig noch nicht mit genügend Autos versorgen kann, dürfte bald wieder erstarken.

Wer das Risiko einer Investition gleichwohl eingehen will, sollte die Aktien von Ford den Titeln von GM vorziehen – vor allem dann, wenn der Nummer zwei ein ähnlich gutes Verhandlungsergebnis mit der UAW gelingt wie dem Marktführer. Ford hat sich während der Rezession ohne Staatshilfe aus eigener Kraft saniert und genießt am Markt ein besseres Image als ihre beiden US-Konkurrenten, die damals Bankrott erklären mussten.

GM klarer Leader im US-Automarkt			
Produzent	Verkäufe im August 2011	Veränd. in % zum Vorjahr	Marktanteil August 2011
General Motors	218 479	+18,0	20,4
Ford Motor	174 800	+11,1	16,3
Chrysler	130 119	+30,6	12,1
Toyota	129 483	–12,7	12,1
Nissan	91 541	+19,2	8,5
Honda	82 321	–24,3	7,7
Hyundai	58 505	+9,1	5,5
KIA	41 188	+26,9	3,8
Volkswagen	35 585	+10,7	3,3
BMW	23 951	–0,3	2,2

Quelle: Motorintelligence.com



GM setzt auf China

General Motors (GM) will in China **elektrisch angetriebene Autos entwickeln**. Dazu ist der amerikanische Konzern ein 50:50-Joint-Venture mit Shanghai Automotive Industry Corporation (Saic) eingegangen. GM ist der führende Fahrzeugbauer in den USA und der grösste ausländische Produzent im Reich der Mitte, Saic der erfolgreichste Hersteller in China.

GM wird Batterietechnologie und anderes Know-how für elektrische Autos in das Gemeinschaftsunternehmen transferieren. Die Amerikaner wollen damit die **Entwicklung «grüner» Autos in China mitgestalten**. Die staatlich kontrollierte chinesische Industrie wiederum ist darauf aus, Zugang zum Wissen und Können von GM im Personwagenbau zu erhalten.

Die Ankündigung von GM kommt zu einem Zeitpunkt, da die **Regierung in Peking starken Druck auf ausländische Autobauer ausübt**, Technologie zum Bau elektrischer Autos in Gemeinschaftsunternehmen mit chinesischen Herstellern einzubringen. GM verfügt über diese Technologie: Die Amerikaner bauten in den Neunzigerjahren den EV1, einen Vorläufer des heutigen Chevrolet Volt.

GM will den 41000\$ teuren **Volt in kleinen Stückzahlen auch in China auf den Markt bringen**. Dabei soll der mit einem Hybridmotor angetriebene Kleinwagen aber nicht die üblichen Subventionen erhalten, die der chinesische Staat Käufern von «grünen» Autos zahlt.