

Sichere Pension für Chinas Alte?

Forscher vergleichen Alternativen

Die Bevölkerung wird in China immer älter, im Vergleich zu den westlichen Ländern verläuft die Entwicklung im Zeitraffer. Die Einkindpolitik und der schnell steigende Wohlstand liessen die Anzahl Kinder rapide sinken, während der medizinische Fortschritt die Lebenserwartung verlängert. Die Auswirkung: Die Zahl der Senioren steigt im Verhältnis zu den Erwerbstätigen. Kann die Wirtschaft trotzdem wachsen? Wie kann die grössere Zahl an Pensionären versorgt werden?

Diese zwei Fragen will ein laufendes Forschungsprojekt beantworten, an dem Fabrizio Zilibotti, Professor an der Universität Zürich, mitwirkt. Die vorläufigen Ergebnisse deuten auf ein langsames, aber immer noch hohes Wirtschaftswachstum in China für die nächsten Jahre. Bis 2040 wird das Land den Wohlstand einer entwickelten Volkswirtschaft erreichen. «Wir erwarten ein beschleunigtes Wachstum der Löhne in China», erklärt Zilibotti im Gespräch mit FuW.

Für Chinas Pensionen fordert Martin Feldstein, Ökonom an der Harvard University, die Kapitaldeckung. Dadurch verringerten sich die Lohnbeiträge für die Rentenkasse, damit würden Sparbeiträge und Kapital für Investitionen erhöht. Die entwickelten Länder schwenken schon – mehr oder weniger schnell – von umlagefinanzierte auf kapitalgedeckte Pensionsysteme. Durch Umlage finanzierte Vorsorgesysteme, wie die AHV, bezahlen Pensionen laufend durch steuerähnliche Lohnabzüge. Mit der Kapitaldeckung werden dagegen Vorsorgegelder in Finanzanlagen investiert – wie in den betrieblichen Pensionskassen der Schweiz.

Zweifel an Kapitaldeckung

Ist die Forderung nach der Kapitaldeckung für China stichhaltig? Das erste Fazit der laufenden Forschung bezweifelt dies. Die Wissenschaftler kommen zum Schluss: In den nächsten Jahrzehnten bleibt das umlagefinanzierte System von Vorteil.

Warum wird im Westen empfohlen, die Umlagefinanzierung abzubauen, in China aber noch nicht? Wichtigster Faktor sind die markant steigenden Löhne im Reich der Mitte. Beiträge auf die wachsenden Löhne geben für die Pensionäre eine bessere Rendite als niedrige Zinsen auf Bankanlagen. Ineffiziente Kapitalmärkte machen es schwierig, die Renten an hohen Unternehmensrenditen zu beteiligen.

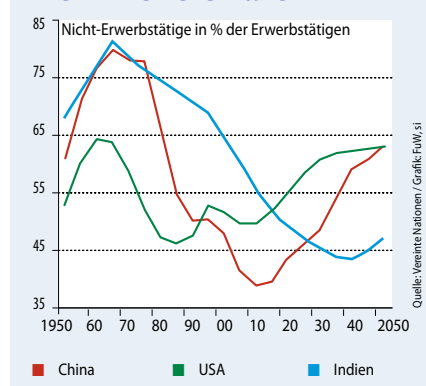
Migration in die Städte

«Die zukünftigen Arbeiter mit höheren Löhnen bezahlen Pensionäre mit geringen Renten – das ist relativ günstig», führt Zilibotti aus. Der Wirtschaftsforscher ist nicht überzeugt, dass die Chinesen durch niedrigere Lohnabzüge zu mehr Sparen motiviert werden müssen: «Die Sparquote in China ist schon sehr hoch.»

Der Bevölkerungsanteil der Alten steigt, doch durch die anhaltende Migration von ländlichen Gebieten in die Städte gibt es stetigen Nachwuchs für die Pensionsysteme der Angestellten in den urbanen Gebieten. Das entlastet die Rentensysteme vom Druck der Alterung.

Doch die Forschungsarbeit macht klar, dass das Pensionssystem reformiert werden muss – nur noch 40 statt bisher 60% des letzten Lohns kann dauerhaft bezahlt werden. «Aber diese Kürzung ist nur notwendig, wenn das niedrige Alter des Renteneintritts nicht angepasst wird», erläutert Zilibotti. Mehr noch: Nach seiner Simulation könnte die Reform ohne grosse Kosten auf 2040 verschoben werden. **AT**

Mehr Pensionäre



Kartellfragen drohen den grössten Deal des Jahres, den Verkauf der Telekom-Tochter T-Mobile USA an AT&T, scheitern zu lassen.

Wenig Schwung für M&A

Fusionen und Übernahmen flauen tendenziell ab – Strategische Investoren immer mehr im Vorteil gegenüber Finanzinvestoren

ADRIAN BLUM

Zahlreiche Unternehmen haben volle Kassen und wollen expandieren, doch das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen (Mergers and Acquisitions, M&A) kommt einfach nicht richtig in Schwung. Nach dem guten Jahr 2007 nahmen die Transaktionen stetig ab. 2009 kam zwar die Wende zum Besseren, doch die Erholung blieb zaghaft, und in den vergangenen Quartalen nahm die Aktivität schon wieder ab.

Die Käuferseite hat vornehmlich die Risiken im Blick und weniger die Chancen, weswegen sie ihr Pulver im Trocknen behält. Dazu kommt, dass die Fremdfinanzierung klemmt, denn im Rahmen der Schuldenkrise in den USA und Europa halten sich Banken und andere Geldgeber massiv zurück. Wie sensibel die Investoren reagieren, offenbarte sich beispielsweise Anfang dieses Monats: Der Sicherheitskonzern G4S musste die geplante Akquisition (zu umgerechnet 7,4 Mrd. Fr.) der dänischen Reinigungsgruppe ISS abblasen. Die Aktionäre störten sich daran, dass die Hälfte der Summe über eine Kapitalerhöhung aufgebracht werden sollte.

Erholung schon zu Ende?

Gemäss einer Anfang November publizierten Studie von McKinsey lagen im dritten Quartal 2011 die weltweiten Übernahmen und Fusionen auf dem niedrigsten Stand seit Juni 2010, mit angekündigten Transaktionen von 612 Mrd. \$ (–16% zum Vorquartal und –20% zum Vorjahresquartal). Die Gesellschaft Mergermarket kommt zwar auf andere absolute Werte, in etwa aber auf den gleichen Trend: Mit 510 Mrd. \$ angekündigter Deals lag das M&A-Geschäft weltweit im dritten Quartal knapp 10% unter dem Vorquartal. Und auch das laufende Vierteljahr verläuft bis anhin schleppend, daran ändert auch der diese Woche angekündigte Erwerb von Pharmasset durch Gilead für 11 Mrd. \$ nichts (vgl. Seite 28). Gemäss Bloomberg wurden seit 1. Oktober Transaktionen im Wert von nur 280 Mrd. \$ angekündigt.

Die Branche selbst übt sich trotz allem in Optimismus, wie das Ergebnis einer jüngst publizierten Umfrage zeigt: Mergermarket befragte 150 europaweit führende Experten wie Private-Equity-Spezialisten und Finanz- und Rechtsberater, die zusammen Transaktionen im Wert von über 10% (158 Mrd. €) des gesamten M&A-Markts des bisherigen Jahresverlaufs abgeschlossen haben. Demnach ist die Branche «im Grundsatz zuversichtlich», dass Expansionsdrang, Konsolidierung der Schlüsselindustrien und Rückstände bei Exits aus Beteiligungskapital die Aktivitäten 2012 stark antreiben werden.

«Das Vertrauen bleibt ungebrochen, auch wenn die Umfrageteilnehmer sich der Ungewissheit des Markts und der potenziellen Herausforderungen, die sich bereits jetzt abzeichnen, vollkommen bewusst sind», heisst es in dem Bericht. Andererseits: Insgesamt erwartet gemäss der Umfrage knapp die Hälfte der Befragten für 2012 keine Zunahme der weltweiten M&A-Aktivität zum Vorjahr. Die in der Schweiz Befragten sind sogar mehrheitlich dieser Meinung (vgl. Grafik 2), erwart-

ten also eine Stagnation oder einen Rückgang. Unter dem Strich wird im Schnitt aber mit einem Plus des Volumens von fast 15% gerechnet.

Ein «M&A-Baissemarkt»

Es handelt sich gegenwärtig gemäss Mergermarket tendenziell um einen M&A-Baissemarkt, das heisst, die Unternehmen oder Investoren sind jeweils zu Verkäufen oder zu Fusionen aus der Defensive

heraus gezwungen. Nicht unbedingt benötigte Unternehmensteile werden abgestossen, um an Geld zu kommen. Die Optimisten betonen, dass gerade ein schwieriges wirtschaftliches Umfeld, wie es derzeit – und wohl auf noch längere Zeit – herrscht, neue M&A-Gelegenheiten schaffen wird.

Einen Bremsfaktor wird jedoch nach wie vor die anhaltende Euroschulden- und Finanzkrise bilden. In derart schwierigen Zeiten liegen die Bewertungsvorstellungen häufiger und deutlicher als sonst weit auseinander. Die unsichere gesamtwirtschaftliche Situation lässt noch so überzeugend vorgetragene Pläne immer wieder scheitern. Kern des Problems: die Unwägbarkeiten des kurz- oder mittelfristigen Geschäftsgangs des betreffenden Objekts. Zu gross ist die Angst, sich die Finger zu verbrennen.

Verhandlungen langwieriger

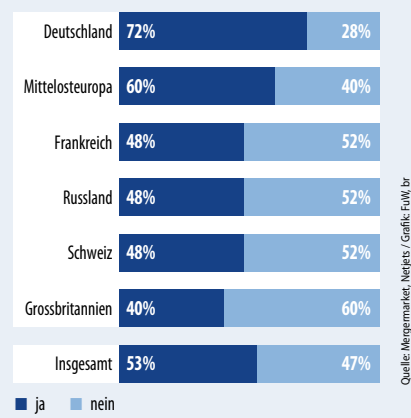
Sowohl vonseiten der Unternehmen als auch von Investmentbankern kommt daher die Message: Die Verhandlungen werden langwieriger, und die Due Diligence wird intensiver durchgeführt, wie die Wirtschaftskanzlei CMS Hasche Sigle ebenfalls aus einer Umfrage berichtet. Zweitens klemmt es in der Finanzierung: CMS Hasche Sigle erklärt, in den vergangenen zwölf Monaten habe sich die Verfügbarkeit von Akquisitionsfinanzierungen stark zurückgebildet.

Das verwundert nicht gross: Weltweit müssen Banken geschrumpfen, was Kreditverknappung auslöst. Bankenverbände bauen gegenüber den Regulatoren derzeit geradezu eine Drogkulissee auf: Wird strenger reguliert, vergeben wir weniger Kredite, heisst es. Dies bedeutet, dass strategische Investoren mit vollen Kassen gegenüber reinen Finanzinvestoren im Vorteil sind. Und tatsächlich: Für 55% der von Mergermarket befragten Dealbroker bleiben Finanzierungserschwierigkeiten die Hauptsorge (vgl. Grafik 3).

Auch werden Investoren derzeit an die wettbewerbsrechtlichen Risiken erinnert: Der geplante Verkauf der Telekom-Tochter T-Mobile USA an AT&T droht wegen Widerstands der Kartellbehörden zu scheitern. Der US-Riese hat deswegen nun eine Rückstellung von 4 Mrd. \$ für eine Strafzahlung gebildet.

2012 wird für Fusionen und Übernahmen aller Voraussicht nach ein schwieriges Jahr. Zwar haben zahlreiche Unternehmen dank ausgedehnter Spar- und Restrukturierungsmassnahmen eine volle Kasse. Doch oftmals dürften die Bewertungsvorstellungen zu weit auseinanderklaffen und die potenziellen Käufer angesichts der unsicheren Zeiten lieber auf ihrer Liquidität sitzen bleiben.

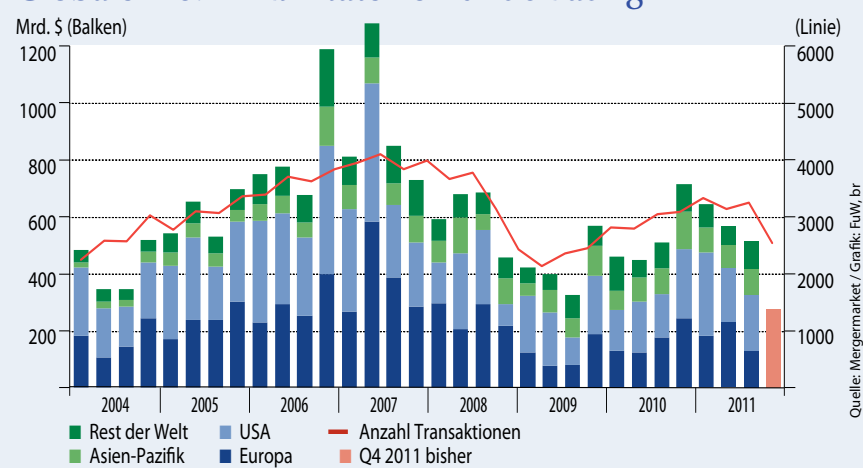
Nimmt M&A 2012 zu?



M&A-Hemmnisse 2012



Globale M&A-Aktivitäten sind rückläufig



Synthes unter den grössten Deals

Akquisitionsziel	Erwerber	gemeldeter Gesamtwert in Mrd. \$
T-Mobile USA ¹	AT&T	39,0
El Paso	Kinder Morgan / Delaware	37,6
Medco Health Solutions	Express Scripts	34,3
Progress Energy	Duke Energy	25,5
Sumitomo Metal Indust.	Nippon Steel	22,5
Genzyme	Sanofi	19,5
Synthes	Johnson & Johnson	19,4
Goodrich	United Technologies	18,0
Tele Norte Leste	Brasil Telecom	17,2
Prologis	AMB Properties	16,5
Petrohawk Energy	BHP Billiton	14,9
Marathon Petroleum	Aktionäre Marathon Oil	13,9
Nycomed	Takeda Pharmaceutical	13,7
Foster's Group	SAB Miller	12,5

¹ weoen Kartellhürden auf der Kippe Quelle: Bloomberg

CS klar vor UBS

Federführende Bank	M&A-Transaktionen Wert in Mrd. \$	Anzahl
Goldman Sachs	524,0	315
Morgan Stanley	465,0	284
J. P. Morgan	447,8	259
Credit Suisse	396,4	218
Citi	305,5	186
Barclays Capital	302,8	144
Bank of America Merrill Lynch	284,0	205
Deutsche Bank	255,4	171
Lazard	206,1	170
UBS	185,4	178
Evercore Partners	160,2	52
Rothschild	136,1	199
Société Générale	95,0	78
Nomura Holdings	94,6	167

Quelle: Bloomberg