

Cicor schwankt zwischen Frust und Freude

Zweites Halbjahr brachte nicht die erhoffte Erholung – Nur Break-even? – Fabrik in China produziert – Attraktive 3D-Technologie – Aktien schrittweise kaufen

BEAT D. HEBEISEN

Der starke Franken bremst den Export und hat das Ergebnis von Cicor im zweiten Halbjahr deutlich belastet. Jetzt reagiert die Technologiegruppe auf die schwierigen Rahmenbedingungen. In der Schweiz wird der Produktionsstandort in Unterägeri aufgegeben. Von der Schliessung sind 43 Arbeitsplätze betroffen. Das dafür notwendige gesetzlich vorgeschriebene Konsultationsverfahren der Mitarbeiter ist am Dienstag abgeschlossen worden. Die Kapazitäten der ehemaligen Feinchemie werden ins Werk Boudry nach Neuenburg verlagert. CEO Roland Küpfer rechnet mit Kosten von 1 bis 1,5 Mio. Fr. Sie werden dem Ergebnis 2011 belastet.

Nachdem im ersten Semester der Tsunami in Japan in der Rechnung deutliche Spuren hinterlassen hat, haben sich die Hoffnungen auf eine Erholung im zweiten Halbjahr zerschlagen. Die Überschwemmungen in Thailand führten dazu, dass sich die Nachfrage aus der Halbleiterindustrie deutlich abschwächte. Die Division Microelectronics registrierte als Folge der Verschuldungskrise weniger staatliche Aufträge, speziell aus dem Militärbereich.

Kumulation von Belastungen

Die Zahlen seien «nicht berauschend», kommentiert Küpfer, doch eine solche Kumulation von belastenden Faktoren habe er in den letzten 28 Jahren seiner unternehmerischen Tätigkeit noch nie erlebt. «Finanz und Wirtschaft» korrigiert die Gewinnsschätzung innerhalb der letzten sechs Monaten bereits zum dritten Mal. Für 2011 ist nur noch ein ausgeglichenes Ergebnis zu erwarten.

Von einer belasteten Gemütslage ist im Gespräch mit dem CEO allerdings wenig zu spüren. Küpfer will jetzt analysieren, wie das letzte Jahr aufgrund der Annahmen im Budget ausgesehen hätte. Zwischen den Zeilen ist aus seinen Ausführungen abzulesen, dass die Zielvorgaben letztlich erreicht worden sind. Und er schwärmt insgesamt von der Situation des



Die Komponentenfabrik in Suzhou ist aufgebaut. Jetzt sucht Cicor in China auch nach einem Produktionsstandort für chemische Prozesse.

Unternehmens. Die Strategie stimme. Cicor verfüge über ausgezeichnete Technologie, und dank eines globalen Fussabdrucks sei die Gesellschaft im Wettbewerb gut positioniert. Dabei hilft auch der in den letzten fünf Monaten aufgebaute Produktionsstandort in Suzhou.

Kurzfristig drückt die chinesische Tochter noch auf die Rechnung. Doch die ersten installierten Maschinen sind dank eines Grossauftrags eines Kunden bereits ausgelastet. Derzeit werden die bestehenden Kapazitäten gar verdreifacht. Zudem zeichnet sich immer deutlicher ab, dass Cicor mit dem Verfahren zur Herstellung dreidimensionaler elektronischer Kom-

ponenten über eine erfolgversprechende Technologie verfügt. Kurz vor Weihnachten meldete die Gesellschaft «verschiedene» 3D-MID-Aufträge (vgl. Kasten).

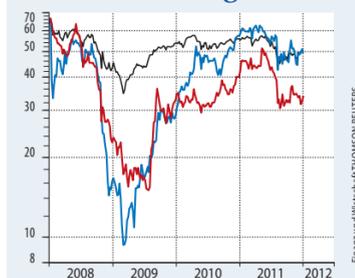
Ziele verschieben sich

Die Geduld der Cicor-Aktionäre wird seit Jahren auf die Probe gestellt. Vieles deutete im Frühling 2011 (vgl. FuW Nr. 35 vom 4. Mai) darauf hin, dass im operativen Geschäft Stabilität einkehrt und die Gewinnentwicklung berechenbarer wird. Daraus wird wieder nichts. Statt der erwarteten 20 Mio. ist für das laufende Jahr lediglich ein Gewinn um 5 Mio. Fr. absehbar. Auch

langfristig verschieben sich die Perspektiven. Der für 2015 anvisierte Umsatz von 500 Mio. Fr. wird wohl ein oder zwei Jahre später erreicht. Dank 3D-MID hat Cicor aber einen attraktiven Joker in der Hand.

Cicor verfügt über grosse technische Fähigkeiten. Die Qualität des Managements überzeugt. Mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis 2012 von 19 sind die Titel deutlich teurer als die Aktien des Halbleiterherstellers AMS (KGV 10). Ohne Sonderlasten wäre Cicor dagegen vergleichbar bewertet. Mit Blick auf den erwarteten Gewinnssprung 2013 auf mindestens 10 Mio. Fr. ist der schrittweise Aufbau einer Position lohnenswert.

Cicor Technologies N



Kurs 3. Januar 2012 in Fr.	
Rendite in %	0
Kurs-Gewinn-Verhältnis 2012	19
Börsenwert in Mio. Fr.	93
Valoren-Nr.	870 219

Erfolg mit 3D

Im erweiterten Technologiezentrum in Boudry hat Cicor im letzten Jahr ein richtungsweisendes Konzept für **spritzgepresenen Schaltungsträger** entwickelt. Damit können mechanische und elektronische Funktionen in dreidimensionalen Bauteilen realisiert werden. Das Substrat besteht aus einem speziellen Kunststoff, der in eine beliebige Form gepresst werden kann. Die Leiterbahnen werden mit 3D-Lasern aus dem Kunststoffträger herausgebrannt. Darin entstehen in einem galvanischen Prozess elektrische Verbindungen. Der **potenzielle Markt für solche Anwendungen ist riesig: 20 Mrd. Fr.** ist eine Zahl, die CEO Roland Küpfer nicht von der Hand weist. In den letzten Monaten war das Unternehmen mit Hochdruck daran, potenzielle Kunden von dem Konzept zu überzeugen. Mit Erfolg. Das Unternehmen hat sich bereits einige Aufträge gesichert. Projekte in den Bereichen Medizintechnik, Automotive und 3D-Antennen befinden sich offenbar in einer «fortgeschrittenen» (Küpfer) Entwicklungsphase. **DH**

Schwache Eigentümer erleichtern starken Managern das Leben

Institutionelle Anleger nehmen Verantwortung für Corporate Governance und Unternehmensstrategie wenig wahr – Vorstösse von Uno und EU für mehr Engagement

PETRA NIX

Die Internationalisierung der Kapitalanlagen und der Anstieg professionell verwalteter Vermögen haben zu einem potenziellen Machtzuwachs für institutionelle Anleger geführt. Entsprechend könnten sich beispielsweise Pensionsfonds, Hedge Funds, Investmentfonds und Sovereign Wealth Funds verstärkt an der Gestaltung der Corporate Governance beteiligen. Der Wert der professionell verwalteten Vermögen weltweit ist im Zeitraum 2008 bis 2010 um 19,5 auf 121,8 Bio.\$ gestiegen (vgl. Grafik). Daran haben institutionelle Anlagen einen Anteil von 46%.

Die Diskussion über die Rolle institutioneller Investoren ist nicht neu. Die US-Wissenschaftler Berle und Means haben bereits 1932 die Trennung zwischen der Führung und den Unternehmenseignern thematisiert. Seitdem haben sich die Corporate Governance und das Verhältnis der kotierten Unternehmen zu ihren institutionellen Investoren verändert:

- Die Zahl der Corporate Governance Guidelines ist in den Neunzigerjahren exponentiell gestiegen, vor allem auch mit dem Ziel, die Interessen der Aktionäre stärker zu vertreten.
- Institutionelle Anleger orientieren sich in ihrem Investitionsentscheid ausser an der finanziellen Performance verstärkt auch an weiteren Aspekten wie Governance, Soziales und Ökologie.
- International gibt es Bestrebungen, das Engagement institutioneller Investoren zu verbessern.

Diesen Entwicklungen können sich kotierte Gesellschaften nicht entziehen. So waren 2010 im Durchschnitt 62% (2001: 35%) der Dax-30-Unternehmen im Besitz ausländischer Investoren. Für die zwanzig

grössten an der Börse gehandelten Schweizer Gesellschaften lässt sich wegen geringerer Transparenz, die bei den meisten Unternehmen nicht über die vorgeschriebene Offenlegung von Beteiligungen hinausgeht, keine vergleichbare Zahl ermitteln. Die Berichterstattung der wenigen Gesellschaften wie etwa Novartis, Lonza oder Nestlé, die über den Anteilsbesitz ausführlicher informieren, lässt jedoch vermuten, dass die Internationalisierung der Aktionärsbasis auch in der Schweiz stattgefunden hat.

Steigende Anforderungen

Durch den hohen Besitzanteil institutioneller Investoren an kotierten Unternehmen könnten sie beispielsweise Einfluss auf die Entwicklung wertorientierter Strategien nehmen und die Unternehmensführung teilweise mitbestimmen. Deshalb ist es für die Führungsgremien – besonders Verwaltungsrat, CEO und CFO – wichtig zu verstehen, welche Prioritäten aktuelle und potenzielle Anteilseigner setzen und welche Ansichten sie verfolgen. Der überwiegende Teil der Beziehungen zwischen Publikumsgesellschaft und Anteilseignern wird – wenig transparent – abseits der Öffentlichkeit gepflegt.

Die Ablösung des Modells eines beherrschenden und langfristig orientierten Aktionärs – etwa einer Familie – durch eine breit gestreute Aktionärsbasis gibt Anlass zu berechtigten Bedenken, ob heutige Publikumsgesellschaften de facto «eigentümerlos» sind. Je zahlreicher die Aktionäre und je mehr sie regional verteilt sind, desto «eigentümerloser» wird ein Unternehmen. Gleichzeitig besteht die Gefahr, dass der kurzfristige, gewinnmaximierende Anlagehorizont institutioneller

Investoren auf die Unternehmensführung Einfluss nimmt.

Es ist daher an der Zeit, darüber nachzudenken, in welcher Form institutionelle Anleger zu einer guten Corporate Governance – neben der Erwirtschaftung einer angemessenen Rendite für das ihnen anvertraute Vermögen – beitragen können. Die gestiegene Bedeutung institutioneller Investoren hat das Potenzial, die Corporate Governance kontinuierlich weiter zu verbessern, solange dies im Sinne einer langfristigen Unternehmenswertsteigerung und frei von kurzfristig orientierten Eigeninteressen geschieht.

Die Verantwortlichkeiten, die institutionelle Investoren in der Corporate Governance wahrnehmen können, teilen sich auf die Aufgaben Aufsichtsfunktion und Einflussnahme auf. Zur ersten gehören die Kontrolle und die Aufsicht über die Führungsgremien sowie die Nomination von Vertretern in den Verwaltungsrat und die Identifikation von Potenzial zur Wertsteigerung. Daraus können Empfehlungen an das Unternehmen abgeleitet werden, die auch strategische Veränderungen herbeiführen können.

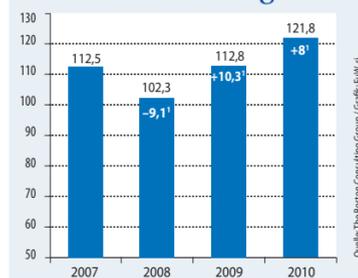
Verantwortung wahrnehmen

Institutionelle Investoren haben die Bestrebungen zu einer besseren Corporate Governance begrüsst – sie sind wegen ihrer Eigentümerrolle ein Teil des Ganzen. Umso wichtiger ist es, dass auch sie ihre Verantwortung erkennen und wahrnehmen. Eine angemessene Rendite auf das investierte Kapital und ein Engagement für gute Governance lassen sich miteinander vereinbaren. In den letzten Jahren hat sich die Kommunikation zwischen den Unternehmen

und den Investoren zu einem massgeblichen Instrument entwickelt. Im Rahmen internationaler Roadshows, zahlreicher Einzelgespräche und der Teilnahme an Konferenzen sprechen die Unternehmensvertreter mit vielen institutionellen Anlegern persönlich. Damit wird ein kontinuierlicher Austausch erreicht. Nicht erreicht wurde allerdings, dass sich die Investoren aktiv in den Unternehmen engagieren.

Dies zeigt sich darin, dass auf internationaler Ebene verschiedene Initiativen lanciert wurden, um das Engagement und die verantwortungsvolle Rolle der institutionellen Investoren zu stärken. Dazu zählen die Principles for Responsible Investment. Diese Uno-Initiative verfolgt das Ziel, Grundsätze für verantwortungsbewusste Investments zu entwickeln. Bisher sind über 900 institutionelle Anleger beigetreten, die über 30 Bio.\$ verwalten. In den sechs Prinzipien wird das aktive Engagement als Eigentümer eines Unternehmens proklamiert.

Verwaltete Vermögen



Quelle: The Boston Consulting Group/Graph: FuW/SI

Auch die EU stuft in einem im April 2011 veröffentlichten Papier das Engagement der Aktionäre als zu schwach ein. In Grossbritannien – das mit dem Cadbury-Code in der Corporate Governance bereits eine Vorreiterrolle eingenommen hat – hat der Financial Reporting Council den Stewardship Code erlassen. Dieser hat ebenfalls zum Ziel, die Verantwortung der institutionellen Anleger in der Corporate Governance zu stärken. All diese Initiativen haben eins gemeinsam: das Engagement der institutionellen Investoren in der Corporate Governance zu forcieren.

Haltung offenlegen

Die eigentümerorientierte Verantwortung bedingt jedoch, dass sich die Investitionsziele – neben der Erwirtschaftung einer angemessenen Rendite und einer Exit-Strategie (Verkauf der Beteiligung) – an einer mittel- bis langfristigen Stewardship-Strategie orientieren und diese Haltung den Unternehmen gegenüber offenlegt wird. Nur dann ist es möglich, dass Institutionelle überhaupt eine Rolle in der Corporate Governance spielen.

Verwaltungsratsmitglieder sind gut beraten, sich auf die neue Rollenverteilung vorzubereiten. Es wird spannend sein zu beobachten, ob und wie sich das Ungleichgewicht von «strong managers and weak owners» – wie es der amerikanische Rechtsprofessor Mark Roe einst beschrieb – mittelfristig ändert und die institutionellen Anleger ihre Eigentümerrolle in der Corporate Governance und vis-à-vis den Unternehmen neu definieren.

Petra Nix ist Inhaberin und geschäftsführende Partnerin von Petranix Corporate and Financial Communications.