

Ausschüttungspolitik: Determinanten und Investorenerwartungen

Woran orientieren sich Unternehmen und Investoren bei der Ausschüttungspolitik?

Die Kapitalmärkte befinden sich in der schwersten Krise der Nachkriegsgeschichte. Die Unternehmensgewinne schrumpfen. Und die Perspektiven bleiben ungewiss. Noch vor einem Jahr sah die Welt anders aus: Deutsche Unternehmen schütteten die Rekordsumme von 43,8 Mrd. € an ihre Aktionäre aus. Wenn die Unternehmen in diesen Tagen ihre Jahresabschlüsse präsentieren, interessiert mehr denn je, was sie zur Dividende zu sagen haben. Denn in schwierigen Zeiten sind gerade Unternehmen mit einer attraktiven und gesicherten Dividende gefragt.

Die Ausschüttungspolitik hat einen großen Einfluss auf die Unternehmensbewertung und die Entwicklung von Aktienkursen. Sie legt fest, welcher Anteil des Gewinns bzw. der liquiden Mittel an die Aktionäre ausgeschüttet und welcher Anteil einbehalten wird, um zukünftige Investitionen zu finanzieren. Bereits die Unternehmensankündigungen zu den Instrumenten der Ausschüttungspolitik – wie Dividenden, Sonderdividenden und Aktienrückkäufe – reichen aus, um signifikante Aktienkursbewegungen auszulösen. Unternehmen können somit ihre Entscheidungen zur Ausschüttungs- und Finanzierungspolitik nutzen, um Signale an die Kapitalmarktteilnehmer zu setzen und die Erwartungen zu managen. Wie unterschiedlich jedoch die Reaktionen der Investoren auf entsprechende Ankündigungen ausfallen können, zeigen zwei aktuelle Beispiele:

■ **Jeff Immelt**, CEO von GE, einer der größten und traditionsreichen US-Gesellschaften, die seit 32 Jahren ununterbrochen die Dividende erhöht und im Jahr 2008 11,5 Mrd. US-Dollar an ihre Aktionäre ausgeschüttet hat, lässt durchblicken, dass angesichts der schwierigen Ertrags- und Wirtschaftslage eine Kürzung der Ausschüttung in Erwägung gezogen wird. Nach den bisherigen Erfahrungen und Gesetzmäßigkeiten müsste die Aktie sofort an Wert verlieren. Das Gegenteil passiert: Die Aktien von GE zählten am 09.02.2009 zu den größten Gewinnern an der Börse. Unlogisch? Nein. In der aktuellen Wirtschaftslage sind für die Anleger die längerfristigen Vorteile für die Gesellschaft wichtiger als die kurzfristigen Nachteile. GE kann Geld sparen und dringend benötigte Mittel reinvestieren. Und mit der Sicherung der Kre-



Petra Nix

ist stv. Vorstandsvorsitzende Kirchhoff Consult AG.

ditratings können zudem noch Zinskosten gespart werden.

■ Der Premium-Autohersteller Daimler verzeichnet einen drastischen Ergebniseinbruch für das Geschäftsjahr 2008. Die maßgebliche Orientierungsgröße für die Dividende ist der Konzerngewinn. Auch wenn die Wende für die zweite Jahreshälfte 2009 in Aussicht gestellt wird und drastische Kosteneinsparungen angekündigt werden, bleiben auch die Aktionäre nicht verschont: Die Dividende soll um mehr als 70% von 2 auf 0,60 € reduziert werden. Die Investoren reagieren enttäuscht: Die Aktie rutscht deutlich ins Minus.

Erwartungen an die aktuelle Ausschüttungspolitik aus Perspektive der Unternehmen und der Investment Professionals: Die empirische Analyse von Kirchhoff Consult und der Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg gibt Aufschluss darüber, welche Einflussfaktoren bei der Ausschüttungspolitik bedeutend sind. Die Studie kann damit zu einer Versachlichung der derzeit geführten öffentlichen Diskussion beitragen. Neben den Finanzvorständen und den Leitern der Abteilung Investor Relations von DAX-, MDAX-, SDAX- sowie TecDAX-Unternehmen wurden internationale Investment Professio-

nals (überwiegend Sell-Side-Analysten, Asset-Manager und Buy-Side-Analysten) befragt.

Die Studienergebnisse zeigen, dass die Relevanz der einzelnen Determinanten der Ausschüttungspolitik von Unternehmen und Investment Professionals – mit Ausnahme der liquiditätsorientierten – signifikant unterschiedlich eingeschätzt werden. Aus Sicht der Unternehmen sind folgende Faktoren entscheidend: Konzernjahresüberschuss, Free Cash Flow, Unternehmenswachstum und operativer Cash Flow. Eher unbedeutend sind das technologische und ökologische Umfeld, der Anteilsbesitz des Managements sowie die Anteile im Familienbesitz. Für die Investoren hingegen sind der Free Cash Flow, Bestand der liquiden Mittel, künftige bzw. geplante Investitionen in Sach- und Finanzanlagen sowie der operative Cash Flow wichtig. Von untergeordneter Bedeutung sind ebenfalls das technologische und ökologische Umfeld sowie die Belegschaftsaktionäre.

Gestaltung der Ausschüttungspolitik: Die Dividende gilt aus Sicht der Unternehmen und Investment Professionals als die wichtigste Ausschüttungsform, gefolgt vom Aktienrückkauf und der Sonderdividende. Der Aktienrückkauf, der mit dem Shareholder-Value-Ansatz an Popularität gewann, wird von den Investoren jedoch als wichtiger eingestuft als von den Unternehmensvertretern.

Bei der Anwendung dividendenpolitischer Strategien sind sich Unternehmen und Investment Professionals einig: Sie präferieren eine stabile und kontinuierlich wachsende Dividendenpolitik sowie eine stabile Ausschüttungsquote. Aus Sicht der Unternehmen und der Investoren ist die Unterbewertung des Unternehmens das entscheidende Motiv für die Durchführung eines Aktienrückkaufprogramms, gefolgt von überschüssiger Liquidität und Kapitalstrukturgestaltung. Aus Unternehmenssicht wird eigenen Aktien als Akquisitionswährung eine besondere Aufmerksamkeit geschenkt, während die Investment Professionals vor allem einer Verbesserung des Gewinns pro Aktie eine höhere Relevanz beimessen. Letzteres überrascht nicht, da das Kurs-/Gewinn-Verhältnis nach wie vor eine bedeutende Kennziffer für die Unternehmensbewertung in der Aktienanalyse ist. In nächster Zeit

dürften Aktienrückkaufprogramme trotz der günstigen Preise bzw. stark gesunkener Börsenkurse aufgrund der angespannten Finanzierungs-/Liquiditätslage in Breite jedoch nicht zu erwarten sein.

Managementvergütung und Ausschüttungspolitik: In den Managementvergütungssystemen ist bei der Mehrzahl der Unternehmen eine variable Vergütungsstruktur vorgesehen. Die Barvergütung ist das vorherrschende variable Managementvergütungsinstrument, gefolgt von Aktienoptionsprogrammen. Während die Dividende sich als die wichtigste Ausschüttungsform erweist, spielt sie als Bemessungsgrundlage bei der variablen Managementvergütung eine unbedeutende Rolle. Ganz anders das Periodenergebnis, das sich bei 30% der Unternehmen direkt auf die variable Manage-

mentvergütung auswirkt. Weitere wichtige Faktoren für die variable Vergütung sind der Aktienkurs und die Kapitalrendite.

Offen bleibt die Frage, ob und inwieweit sich die Manager nachhaltig dem Ziel verpflichtet sehen, investorenorientierte Maßnahmen zur Gestaltung der Ausschüttungspolitik zu treffen, wenn gleichzeitig andere und vor allem kurzfristige Bemessungsgrundlagen in den Anreizsystemen im Vordergrund stehen. Hier bleibt zu überlegen, ob im Sinne von nachhaltig ausgestatteten Vorstandsvergütungssystemen mehrjährige Bemessungsgrundlagen sinnvoller sind und auch eine auf Stabilität und Kontinuität ausgerichtete Dividendenpolitik stärker in den Vergütungssystemen berücksichtigt werden müsste, um eine langfristige Wertsteigerung zu erzielen. Eine zu starke Fo-

kussierung auf das Periodenergebnis fördert das kurzfristige Gewinnstreben und die Volatilität der Ergebnisentwicklung.

Fazit und Ausblick: Erfolgs- und liquiditätsorientierte Faktoren werden auch in Zukunft bei der Ausgestaltung der Ausschüttungspolitik wichtig bleiben. Verantwortungsvolle Vorstände und Aufsichtsräte, die jetzt über die Dividendenanträge beraten, werden sich durch die öffentliche Diskussion nicht beirren lassen. Was zählt, sind die unternehmerischen Leistungsindikatoren sowie eine plausible und schlüssige Kommunikation der getroffenen Entscheidung.

Wenn 2008 kein entsprechender Gewinn erzielt wurde, die Liquidität schrumpft und die Aussichten weiter ungünstig sind, wird sich jeder Vorstand und Aufsichtsrat korrekt für eine Dividendenkürzung oder einen -ausfall entscheiden. Eine Kürzung ist auch dann vertretbar, wenn 2008 noch gut gearbeitet wurde, die Aussichten aber düster sind. Unternehmen, die 2009 eine gute wirtschaftliche Entwicklung erwarten und bei denen nach einem erfolgreichen 2008 eine höhere Ausschüttung angebracht wäre, sollten ihre Aktionäre an der guten Geschäftsentwicklung mit einer angemessenen Dividende partizipieren lassen. Diese Entscheidung ist unabhängig von der politischen Forderung (*Peer Steinbrück*) zu treffen, alle Unternehmen sollten angesichts der Wirtschaftskrise keine Dividende ausschütten, sondern diese Mittel lieber den Mitarbeitern zukommen lassen. Vielmehr zeugt es von wenig marktwirtschaftlicher Denke, wenn die Dividenden wirtschaftlich erfolgreicher Unternehmen der öffentlichen und politischen Meinung zum Opfer fallen. Zudem ist dies durchaus ein Affront gegen die Aktienkultur und die Investoren der Unternehmen. Auch in Krisenzeiten ist die Dividendenentscheidung aufgrund von aktuellen und sachlichen Argumenten wie Konzernjahresüberschuss, Cash Flow, Liquide Mittel, künftige Investitionen und den Wachstumsperspektiven zu treffen. Das Management erfolgreicher Unternehmen sollte selbstbewusst seine Entscheidungen zur Ausschüttungspolitik und Finanzierungspolitik vertreten. Eine offene und transparente Kommunikation, aufgrund welcher Parameter die Entscheidung getroffen wurden, sind dabei essentiell. So wird die Chance genutzt, die Aktionäre von der Unternehmens- und Gewinnqualität sowie von den Perspektiven zu überzeugen. Pauschale Urteile zur Ausschüttungspolitik sowie politisch und emotional geführte Diskussionen sind kontraproduktiv – und zeugen weder von Sachkompetenz noch differenziertem Urteilsvermögen.

Determinanten		U	IP
Makroökonomisch	– Wirtschaftliches Umfeld	+	+
	– Technologisches Umfeld	--	-
	– Politisch-rechtliches Umfeld	-	+
	– Gesellschaftliches Umfeld	-	-
	– Ökologisches Umfeld	-	-
Branchenbezogen	– Ausschüttungspolitik der Konkurrenten	-	+
Allgemein unternehmensbezogen	– Unternehmenswachstum	+	+
	– Börsenkurs(-entwicklung)	+	+
Investitionsorientiert	– Investitionen in Sach- und Finanzanlagen	+	+
	– Rentabilität der Investitionen	+	+
Finanzierungsorientiert	– (Ziel-)Kapitalstruktur	+	+
	– Statischer Verschuldungsgrad	-	+
	– Nettoverschuldung	+	+
	– Verfügbarkeit alternativer Kapitalquellen	-	+
	– Unternehmerisches Gesamtrisiko	+	+
	– (Gesamt-)Kapitalkostensatz	+	+
Liquiditätsorientiert	– Bestand der Liquiden Mittel	+	+
	– Veränderung der Liquiden Mittel	+	+
	– Operativer Cash Flow	+	+
	– Investitions-Cash Flow	+	+
	– Free Cash Flow	+	+
	– Finanzierungs-Cash Flow	+	+
Erfolgsorientiert	– Jahresüberschuss Einzelabschluss	+	-
	– Konzernjahresüberschuss	++	+
	– Ordentliches Betriebsergebnis	+	+
	– Finanzergebnis	-	-
	– Außerordentliches Ergebnis	-	-
	– Kapitalrendite	+	+
	– Earnings per Share	+	+
	– Dividendenrendite	+	+
	– Wertorientierte Kennzahlen	-	-
Anteilseignerorientiert	– Institutionelle inländische Anteilseigner	+	+
	– Institutionelle ausländische Anteilseigner	+	+
	– Privatanleger	-	-
	– Belegschaftsaktionäre	-	-
	– Anteile im Familienbesitz	-	+
	– Anteilsbesitz des Managements	-	-
	– Großaktionäre	+	+
	– Stimmrechtsverhältnisse	-	+
	– Finanzanalysten	-	-
	– Kreditgeber	-	-

Legende: ++ sehr wichtig; + wichtig; - weniger wichtig; -- unwichtig; U = Unternehmen; IP = Investment Professionals

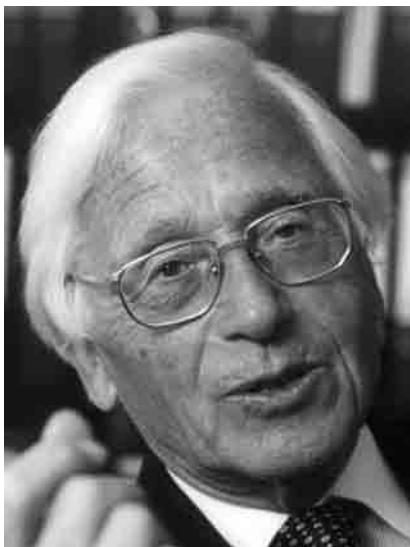
Tab. 1: Determinanten der Ausschüttungspolitik bzw. Investorenerwartungen

Wenn Sie an der ausführlichen Studie interessiert sind, schicken Sie bitte ein Mail an: Petra.Nix@kirchhoff.de

Kontinuität und Seriosität: Weites Blickfeld bei der Ausschüttungspolitik, enge Grenzen durch die HGB-Einzelbilanz

Dividenden dürfen von Rechts wegen nur gezahlt werden, wenn die nach HGB heutiger oder künftiger Fassung (BilMoG) erstellte Bilanz einen ausschüttungsfähigen sog. Bilanz-Gewinn ausweist, § 57 AktG. Diese **HGB-Bilanz** ist aber gerade keine **Konzernbilanz**. Es kann leicht sein, dass im oft weltweiten Konzern Verluste entstanden sind, es kann aber auch sein, dass die Konzernbilanz einen hohen Gewinn ausweist. Dieser Ausweis ist dem **wirklichen Ergebnis des Gesamtunternehmens** näher als der Bilanzgewinn. Insofern ist es zweckmäßig und richtig, wenn man in den Ausschüttungsvorschlag diese Aspekte einbezieht: Bei Verlusten im Konzern wird nur ein Teil des Bilanzgewinns ausgeschüttet, bei höheren Gewinnen im Konzern kann man den ganzen Bilanzgewinn verteilen. Darüber hinaus sollte man die Erwartungen an das Folgejahr berücksichtigen. Steht – wie heute in der Automobilindustrie – fest, dass das Jahr 2009 wahrscheinlich mit Verlusten enden wird, sollte man bei Dividenden für 2008 zurückhaltend sein; man braucht die Liquidität, um trotz oder gerade wegen der bevorstehenden Verluste das Investitionsprogramm ungeschmälert durchführen zu können, ja es ggf. sogar aufzustocken. Denn das Unternehmen soll ja, wenn irgend möglich, gestärkt aus der Krise herauskommen.

Neben diesen Überlegungen spielen natürlich auch Fragen der **Investors Relation** eine bedeutende Rolle: Aktionäre sind an Dividen-



**Prof. Dr. Dr. h.c. mult.
Marcus Lutter**

den interessiert, ja in ihrer eigenen Finanzplanung häufig auf sie angewiesen – nicht zuletzt, wenn sie als Alterseinkommen gedacht sind. Insofern ist eine gewisse Dividendenkontinuität wichtig zur Förderung der Aktionärstreue. Aus diesen Gründen ist aber auch das **Verbot der Dividendenzahlung bei Annahme der öffentlichen Bankenhilfe** ein gewiss verständlicher, aber auch harter Schritt.

Die doppelte Bilanzierung nach noch dazu unterschiedlichen Grundsätzen – HGB hier, IFRS beim Konzern da – mag manchem reichlich überflüssig erscheinen. Sie ist es nicht und für uns gegenüber manchen anderen Ländern ein Vorteil. Denn die IFRS-Konzernbilanz will den Anleger, den Aktionär informieren: Wie hat sich der Konzern kurzfristig entwickelt? In diesem Zusammenhang spielen dann sog. nicht realisierte, also rein buchmäßige Gewinne und Verluste eine große Rolle. Die **HGB-Bilanz** hingegen ist eine durch das Prinzip der Vorsicht gekennzeichnete **Vermögens-Bilanz, die auf Kontinuität und Seriosität** gegründet ist. Auf sie kann der Gläubiger oder künftige Gläubiger setzen.

Das BilMoG will nun die beiden Positionen zur Deckung bringen: Fair Value-Ansatz für Banken, aber Sperrung des Mehrwerts gegenüber dem Anschaffungspreis in einer nicht ausschüttbaren Rücklage. Dagegen ist nichts zu sagen. Im Übrigen sollte man in diesem Zusammenhang nicht zwischen großen und weniger großen Unternehmen unterscheiden.

Dividenden werden in 2009 schmaler, in 2010 eher selten sein. Umso wichtiger ist es, den Investor als Kapitalgeber bei der Stange zu halten. Nichts könnte dafür schädlicher sein als die von Minister *Steinbrück* vorgeschlagene Börsen-Umsatzsteuer.

Auch im Wahlkampf: Wirtschaftliches Denken wichtiger denn je

Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat die Bundesregierung geradezu gezwungen, bei diversen Unternehmen der Privatwirtschaft die Rolle des Kapitalgebers zu übernehmen. Die Marktteilnehmer sind sich weitgehend einig: Diese Maßnahmen sind gesamtwirtschaftlich richtig. Leider gilt dies nicht für alle Vorschläge der politischen Entscheidungsträger.

Ökonomisch wenig durchdacht ist bspw. die Aufforderung an die Unternehmen, aus besonderer Verantwortung gegenüber ihren Beschäftigten auf eine Ausschüttung von Dividenden zu verzichten. Damit wird schlicht der Zusammenhang übersehen, dass nicht nur die Thesaurierung, sondern **auch die Ausschüttung** der Gewinne **positive Beschäftigungswirkungen** entfalten kann.



Prof. Dr. Rüdiger von Rosen

ist geschäftsführendes Vorstandsmitglied des
Deutschen Aktieninstituts e.V. in
Frankfurt a.M.

Der Aktionär wird seine Dividende nicht unter Kopfkissen stecken, sondern konsumieren. Ein solcher **Nachfrageimpuls** ist gerade in der jetzigen Situation wichtiger denn je und trägt dazu bei, Wachstum und Beschäftigung zu fördern. Aber selbst wenn der Aktionär die Dividenden nicht ausgibt, sondern auf sein Sparbuch legt, entfaltet dies positive Effekte. Das Kreditinstitut wird das Geld des Aktionärs entweder zur Vergabe von Krediten oder zur Stärkung der eigenen Liquidität nutzen. Beides stabilisiert Unternehmen, sichert Arbeitsplätze und entlastet ganz nebenbei den Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung.

Diese Beispiele zeigen, dass gedanklich viel zu kurz springt, wer einen Dividendenverzicht fordert. Bei volkswirtschaftlichen Zusammenhängen muss eben immer mehr als eine Stufe durchdacht werden. Leider kommt man dabei

nie an ein Ende. Daher ist es besser, wenn nicht der Staat, sondern **die Aktionäre entscheiden, ob die Gewinne des Unternehmens einbehalten oder ausgeschüttet werden** sollen.

Leider scheint der Vorschlag des Dividendenverzichts kein Ausrutscher zu sein, sondern reiht sich nahtlos in eine Reihe weiterer, politischer Initiativen ein. Dazu zählt die Forderung nach Einführung einer **Börsenumsatzsteuer**, die Eingang in das Wahlkampfprogramm der SPD finden soll. Als Begründung hierfür wird nicht nur der Beitrag zur Sanierung des Haushalts angeführt. Vielmehr soll

mit der Steuerkeule den „Spekulanten“ am Aktienmarkt das Handwerk gelegt werden. Es reicht wohl nicht, dass der Privatanleger im Zuge der Finanzkrise einen erheblichen Teil seines Aktienvermögens verloren hat. Nun wird er von der Politik auch noch fälschlicherweise als Krisenverursacher an den Pranger gestellt. Gleichzeitig wird allerdings nach einer Stärkung der privaten Altersvorsorge gerufen.

Außerdem sind die **Steuerschrauben für Aktionäre** längst schon viel zu fest angezogen. Die Steuerbelastung auf Aktienerrträge ist mit der Einführung der **Abgeltungsteuer** zu

Jahresbeginn bereits deutlich angestiegen. Mit der Abschaffung des Halbeinkünfteverfahrens und der Besteuerung auch langfristiger Kursgewinne hat sich die Bemessungsgrundlage glatt versechsfacht, sodass die Aktienanlage gegenüber festverzinslichen Formen der Geldanlage diskriminiert wird.

Die geltenden steuerlichen Rahmenbedingungen wie auch alle jüngsten Forderungen werden die Kapitalmarktteilnehmer verunsichern und nicht dazu motivieren, dringend benötigtes Eigenkapital bereitzustellen. Wirtschaft ist immer Schicksal. Das muss gerade auch im Wahlkampf gelten.

Von Dividendenkürzungen zur Dividendenrenaissance

Nach Jahren des überdurchschnittlichen Wirtschaftswachstums erlebt die globalisierte Welt aktuell einen „synchronen Abschwung“. Auf Unternehmensebene schlägt sich die Entwicklung meist in rückläufigen Absatzmengen und Gewinnmargen und folglich sinkenden Erträgen nieder. Vor diesem Hintergrund sind **sowohl Dividendenkürzungen** als auch **steigende Ausschüttungsquoten** zu beobachten. Letzteres ist eine Folge der überproportional gesunkenen Gewinne. Während die Ausschüttungsquote (Ausschüttung/Marktkapitalisierung) der amerikanischen S&P 500-Unternehmen in den Jahren 2006 und 2007 bspw. noch bei gut 30% lag, ist dieses Verhältnis per Ende 2008 auf knapp 60% angestiegen. Ein vergleichbares Phänomen war in den ebenfalls „krisenbeschatteten“ 1930er-Jahren zu beobachten. So stieg die Ausschüttungsquote der Unternehmen des S&P 500 in dieser Periode auf bis zu 150%. Würde man zur Messung der Ausschüttungsquoten die US-GAAP-Gewinne der US-Unternehmen verwenden, würde sich aktuell ein ähnliches Bild ergeben. Die US-GAAP-Gewinne lagen im vierten Quartal 2008 bspw. deutlich unter den entsprechenden Dividendenzahlungen.

Die Dividendenkürzungen unterschieden sich hingegen je nach Land und Branche sehr deutlich. Während Banken, Versicherungen und Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes bereits erhebliche Kürzungen vornehmen mussten, sind bei Pharmafirmen, Versorgern oder Nahrungsmittelherstellern bislang keine Dividendensenkungen zu beobachten. Darüber hinaus ist eine **Korrelation von Verschuldung und Dividendenreduktionen** zu erkennen. Je schwieriger sich die finanzielle Lage einer Firma darstellt, bzw. je abhängiger die Gesellschaft von Bankkrediten

ist, desto stärker wird der Fremdkapitalgeber gegenüber dem Eigenkapitalgeber bevorzugt. Auf Länderebene finden sich diese Faktoren in Summen wieder. Länder mit vielen Finanzdienstleistungsunternehmen wie etwa Großbritannien oder Länder wie Deutschland mit vielen Maschinenbauunternehmen (traditionell hoher Verschuldungsgrad) sind von dieser aktuellen Entwicklung besonders betroffen. In der Schweiz dominieren dagegen Unternehmen

geringen Verschuldung vieler asiatischer Firmen dürften sich die Dividendenrenditen in Asien allerdings über dem westlichen Niveau etablieren.

Aktuell ist ferner zu beobachten, dass die **durchschnittlichen Dividendenrenditen** wieder deutlich über den Renditen von Staatsanleihen liegen. Dies ist keineswegs ein neues Phänomen, sondern war in der Zeit vor 1960 üblich. Hohe Kursgewinne sind dagegen eher eine Erfindung der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts. Folglich dürfte die Bedeutung der Dividende in den kommenden Jahren wieder zunehmen. Mit weiterem Fortschreiten der aktuellen Entwicklung sollte auch klarer werden, welche Dividendenzahlungen eine Firma dauerhaft leisten kann. Diese Dividendenrenditen bieten dann eine bessere Einschätzungsbasis als die bislang noch zu hoch dargestellten Renditen der einzelnen Indizes. ■



Jan Ehrhardt

ist Mitglied der erweiterten Geschäftsleitung der DJE Kapital AG.

wie Nestle, Roche oder Novartis, sodass die Dividenden bei den Eidgenossen relativ stabil bleiben sollten. Sehr exportorientierte Staaten wie z.B. China sind ebenfalls von dem synchronen Abschwung betroffen. Aufgrund der