

Autor: Sommer, Ulf/ Anger, Heike/ Fockenbrock, Dieter/
Greive, Martin/ Hofer, Joachim/ Hubik, Franz/
Koenen, Jens/ Schlautmann, Christoph

Mediengattung: Online News

Seite: online

Visits (VpD): 0,763 (in Mio.)¹

Ressort: Unternehmen / Management

Unique Users (UUpD): 0,230 (in Mio.)²

Weblink: <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/kursverfall-deutsche-konzerne-werden-in-der-coronakrise-zu-schnaepchen/25723330.html>

¹ von PMG gewichtet 02-2020

² AGOF ddf Ø-Tag 2020-02 vom 02.03.2020, Gesamtbevölkerung 16+

Kursverfall

Deutsche Konzerne werden in der Coronakrise zu Schnäppchen

Viele börsennotierte Unternehmen in Deutschland sind nach dem jüngsten Kursverfall zu günstig zu haben. Das alarmiert die Politik. Das Kabinett diskutiert schon heute eine Gesetzesänderung.

Erstveröffentlichung 08.04.2020
09:50:52

Peter Altmaier (CDU) war bei der Vorstellung des Rettungsschirms für die deutsche Wirtschaft diese eine Botschaft am Ende noch wichtig: Hedgefonds bräuchten sich keine falschen Hoffnungen zu machen, sagte der Bundeswirtschaftsminister. Die Bundesregierung sei fest entschlossen, deutsche Konzerne mit allen Mitteln zu schützen. 'Make no mistake about it', wechselte der Wirtschaftsminister ins Englische. Die Aussage Altmaiers ist bemerkenswert. Denn ganz offensichtlich fürchtet die Bundesregierung nicht nur, Konzerne könnten aufgrund der Coronakrise in Schieflage geraten. Sie fürchtet auch, Investoren könnten die Krise nutzen, um deutsche Firmen günstig zu kaufen. Daher will die Bundesregierung das Außenwirtschaftsgesetz ändern. Das Kabinett berät an diesem Mittwoch über die Novelle, die eine schärfere Investitionskontrolle vorsieht. Um 11.15 Uhr wird Altmaier seinen Plan in Berlin dazu vorstellen.

Zu konkreten Übernahmekandidaten will sich zwar kein hochrangiger Regierungsvertreter äußern. Doch hinter vorgehaltener Hand fürchten Politiker mögliche Angriffe auf deutsche Konzerne durch ausländische Investoren.

Wie groß die Gefahr feindlicher Übernahmen tatsächlich ist, zeigt eine Handelsblatt-Auswertung der rund 160 Bilanzen von Unternehmen aus Dax, MDax, SDax und TecDax. Demnach sind 17 Aktiengesellschaften weniger wert, als sie an Eigenkapital abzüglich

ihrer Verbindlichkeiten bilanzieren. Das ist der Buchwert. Dazu zählen mit Allianz, BASF, Lufthansa, Munich Re, RWE und der Deutschen Bank gleich sechs Dax-Konzerne.

Zugleich - und das macht die Unternehmen mit Blick auf (ungewollte) Übernahmen so anfällig - sind ihre Aktien zu mindestens 75 Prozent an der Börse breit gestreut. Das heißt: Jeder kann sie aufkaufen.

Nach Ansicht von Constantin Gall, Spezialist für Firmentransaktionen bei der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft EY, beobachten Unternehmen weltweit den Markt für Übernahmen und Fusionen 'mit besonders wachem Blick'. Die deutsche Wirtschaft brauche den Schutz des Staates, 'damit jetzt nicht ausländische Finanzinvestoren die Coronakrise als Discount-Einstiegsmöglichkeit nutzen', so Jörn Weitzmann, Vorsitzender der Arbeitsgemeinschaft Insolvenzrecht und Sanierung im Deutschen Anwaltsverein. 'Da könnte sehr viel Substanz für die Zukunft verloren gehen.'

Als ein möglicher Übernahmekandidat gilt Daimler. Nach dem Kurssturz ist der Stuttgarter Autobauer an der Börse nur noch rund 30 Milliarden Euro wert. Vor einem Jahr war es noch doppelt so viel. Dass Daimler Probleme hat und deshalb das Interesse von Investoren geweckt hat, ist auch der Bundesregierung nicht verborgen geblieben, räumt ein Vertreter ein.

Und auch einige Ministerpräsidenten fürchten, heimische Konzerne könnten womöglich an ausländische Investoren fallen. Dass es grundsätzlich Interesse

gebe, zeige sich etwa darin, dass etliche Start-ups ins Visier von ausländischen Investoren geraten seien, sagt ein Landesvater.

Die aufgespannten Schutzschirme für die deutsche Wirtschaft sollen daher nicht nur Not leidenden Konzernen helfen, sondern wenn nötig auch vor Übernahmen schützen. Der Schutzschirm des Bundes kann sich mit bis zu 100 Milliarden Euro direkt an Unternehmen beteiligen, sie also teilverstaatlichen. Und wenn das nicht reicht, könnte der Bund im Zweifel noch Geld in den Fonds nachschießen. Beabsichtigt ist das in den Gesetzesentwürfen zwar nicht. Aber Altmaier wie auch Finanzminister Olaf Scholz (SPD) haben keinen Zweifel daran gelassen, notfalls auch noch nachzulegen.

Auch die Länder spannen nach und nach eigene Schutzschirme auf. Bayern etwa gab vergangene Woche bekannt, dem Rettungsfonds des Freistaats 20 Milliarden Euro zur Verfügung zu stellen, um sich an bayerischen Unternehmen zu beteiligen. Kleinere Länder wie etwa Thüringen planen ähnliche Schutzschirme.

Ungeschützt durch hohen Streubesitz Wie notwendig staatliche Schutzschirme jetzt werden könnten, belegen die Unternehmensbilanzen. Dass gleich so viele Unternehmen unter ihrem Buchwert gehandelt werden, ist in der langen Börsengeschichte selten und tritt nur in Phasen ausgeprägter Börsenschwäche auf: zuletzt auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2009.

Die Lufthansa, der Düngemittelspezia-

list K+S, aber auch die beiden seit der Finanzkrise tief im Börsenwert gefallen Kreditinstitute Deutsche Bank und Commerzbank kosten sogar weniger als die Hälfte ihres Buchwerts. Dabei ist die Lufthansa in einer besonderen Situation, weil ihre Aktien per Gesetz mehrheitlich immer in den Händen deutscher Aktionäre sein müssen.

Nach Ansicht von Constantin Gall, dem Spezialisten für Firmentransaktionen bei der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft EY, beobachten die Unternehmen weltweit den Markt für Übernahmen und Fusionen gerade besonders genau. Nach einer aktuellen Umfrage von EY unter 2900 Managern in internationalen Großunternehmen, darunter 145 in Deutschland, beobachten 39 Prozent der Führungskräfte in den Konzernen die sinkenden Bewertungen angesichts des Kursverfalls. Jedes vierte Unternehmen (23 Prozent) spekuliert darauf, künftig durch Zukäufe Marktanteile hinzuzugewinnen. 'In der akuten Phase der Coronakrise werden sich interessierte Käufer zwar zunächst zurückhalten', ist sich Gall sicher. Doch der Experte rechnet damit, dass es anschließend angesichts der gesunkenen Bewertungen zu einem deutlichen Anstieg bei Übernahmen und Fusionen kommen wird.

Das sei ein wichtiger Lerneffekt aus der Finanzkrise vor einem Jahrzehnt, als sich viele Konzerne aus Vorsicht - aus Sorge wegen der ungewissen Zukunft und um Liquidität im Unternehmen zu halten - zunächst nicht an Fusionen und Übernahmen herangetraut hatten. Dabei hätten damals schon hochwertige und verhältnismäßig günstige Übernahmekandidaten den Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil bringen können. IT-Branche besonders gefährdet Übernahmegefährdet sind aber nicht nur Unternehmen mit extrem niedrigem Buchwert, sondern auch Unternehmen in Zukunftsbranchen wie der IT, in denen der Buchwert nie die dominierende Rolle gespielt hat. Der Grund: Das Vermögen der Technologiefirmen speist sich weniger aus Maschinen, Fuhrparks und Produktionsanlagen, sondern aus dem Know-how der Mitarbeiter und der verwendeten Software.

Beides lässt sich nur schwer im Buchwert bemessen. So erwartet die DZ Bank nach dem Ende der Coronakrise eine deutlich steigende Zahl der Fusionen und Übernahmen im IT-Sektor. Als potenzielle Übernahmekandidaten sieht sie nach den starken Kursrückgängen den Online-Zahlungsspezialisten Wire-

card und die Software AG. Wirecard ist technologisch gut positioniert und wächst schneller als die meisten Konkurrenten. Dazu kommt, dass das Unternehmen mit rund 13 Milliarden Euro nur noch gut halb so viel kostet wie vor einhalb Jahren.

Selbst SAP, Deutschlands teuerstes Unternehmen, rückt aus Sicht der Experten in die Reihe der Übernahmekandidaten. Die Aktie hat seit dem Börsenhoch am 19. Februar mehr als ein Drittel verloren. Das Unternehmen kostet an der Börse zwar immer noch gut 127 Milliarden Euro. Doch selbst der Preis wäre für Amerikas IT-Größen wie Apple und Microsoft, die über Barbestände im dreistelligen Milliardenbereich verfügen, aber auch für eine Beteiligungsgesellschaft wie Berkshire Hathaway erschwinglich.

Die Bewertung von SAP, gemessen an Jahresgewinn und Aktienkurs, ist deutlich günstiger als bei vergleichbaren Unternehmen wie Adobe oder dem Cloudspezialisten Workday.

Genügend Geld für solche Käufe ist vorhanden. Allein 2019 hielten Finanzinvestoren nach Berechnungen des Datenpezialisten Preqin mehr als eine halbe Billion Dollar an frischem Kapital, um damit Unternehmen oder Anteile an ihnen zu erwerben. Der Wert des gesamten von privaten institutionellen Investoren verwalteten Vermögens liegt demnach bei über vier Billionen Dollar. Der Anlagedruck steigt also immer weiter. Die von Warren Buffett und Charles 'Charlie' Munger geführte Beteiligungsgesellschaft Berkshire Hathaway verfügte zuletzt über 128 Milliarden Dollar an Barmitteln, die für Übernahmen eingesetzt werden können.

Angesichts der im vergangenen Jahrzehnt stark gestiegenen Börsenkurse waren Buffett allerdings die Gelegenheiten für einen Zukauf in 'Elefantengröße' ausgegangen, wie es der Großinvestor mehrfach ausgedrückt hatte. Immer wieder hatte er die Preise als viel zu hoch kritisiert. 'Wir hoffen, dass wir in den kommenden Jahren einen Großteil unserer überschüssigen Liquidität investieren können', schrieb Buffett vor gut einem Jahr an seine Aktionäre.

Kurseinbrüche von 20 Prozent

Jetzt ist die Gelegenheit da, nachdem die Aktienkurse und damit auch Unternehmensbewertungen seit dem Börsenhoch im Februar weltweit im Schnitt um gut 20 und in Deutschland um mehr als 25 Prozent eingebrochen sind. Wirtschaftsprofessor Michael Wolff hält

denn auch den Plan der Bundesregierung, sich schützend vor übernahmegefährdete Unternehmen zu stellen, für richtig.

'Ungewöhnliche Zeiten erfordern ungewöhnliche Maßnahmen', sagt der Wissenschaftler an der Georg-August-Universität Göttingen. Die nunmehr geschaffene Option, sich an Firmen zu beteiligen, sollte aber unbedingt zeitlich begrenzt sein. Denn es gehe ja nicht 'per se darum, Investoren vom Einstieg bei heimischen Firmen abzuhalten'.

Die Coronakrise erfordere unverzügliches Handeln, weil Unternehmen unverschuldet und ungewöhnlich schnell in existenzielle Not geraten. 'Wie viel Zeit hat der Staat, wenn einer Lufthansa vom einen auf den anderen Tag das Wasser bis zum Hals steht?', fragt Wolff.

Er sieht auch keine Gefahr, dass die Wirtschaft quasi durch eine Hintertür verstaatlicht wird. Im Außenwirtschaftsgesetz sei hinreichend festgelegt, welche Branchen durch den Zugriff der Regierung vor unerwünschten Investoren geschützt werden können. 'Mehr geht nicht', sagt Wolff.

Deshalb befürchtet er auch nicht, dass schlecht geführte und schon vor der Pandemie insolvenzgefährdete Unternehmen unter den staatlichen Schutzschirm schlüpfen könnten. 'Der Staat darf gar nicht erst in die Versuchung kommen, alle in Schieflage geratenen Unternehmen zu retten.' Weil es um Milliarden gehe, müsse ohnehin 'jeder Fall einzeln und sorgfältig geprüft werden'.

Der Bund will die Beteiligungen in einem Fonds parken. Ähnlich dem Finanzmarktstabilisierungsfonds für die Rettung der Banken in der Finanzkrise 2009. Dieser Industriefonds müsse nach Wolffs Ansicht 'professionell' mithilfe von Investmentbankern oder Restrukturierungsexperten gemanagt werden. Das sei keine Aufgabe für Regierungsbeamte.

Für den Exit, so Wolff, sollte sich der Staat allerdings Zeit lassen. Erstens, um zu vermeiden, dass der Steuerzahler auf Verlusten sitzen bleibt. Und zweitens, um in Ruhe Investoren zu suchen, die staatliche Anteile übernehmen könnten. Der Bundestag hat in das Gesetz zum Rettungsschirm einen Zeitraum hineinverhandelt: Spätestens nach zehn Jahren soll der Staat seine Anteile an deutschen Konzernen wieder abstoßen, 'außer es sprechen dringende ökonomische oder für die deutsche Wirtschaft bedeutsame Gründe dagegen'. Auf sei-

nem in der Finanzkrise übernommenen Anteil an der Commerzbank sitzt der Staat jedenfalls bis heute. Und diese Krise liegt inzwischen elf Jahre zurück. Von Daimler bis Pro Sieben - vier Konzerne als Schnäppchen

Daimler: Der Stern weckt Begehrlichkeiten

Daimler zählt ebenso wie Siemens oder die Deutsche Bank zu jenen Konzernen in Deutschland, die mehr sind als 'nur' ein Dax-Mitglied. Der Mercedes-Hersteller ist identitätsstiftend für die heimische Wirtschaft. Schließlich haben die Schwaben einst das Auto erfunden. Der Stuttgarter Stern zählt bis heute zu den zehn wertvollsten Marken der Welt. Interbrand beziffert den Markenwert von Mercedes auf umgerechnet rund 46 Milliarden Euro.

Das Problem: An der Börse wird Daimler aktuell nur mit rund 30 Milliarden Euro bewertet. Das weckt Begehrlichkeiten. 'Unser Börsenkurs ist ein Schnäppchen, wir werden daher wachsam sein müssen', warnte jüngst Betriebsratschef Michael Brecht. Er weiß: Daimler fehlt im Gegensatz zu BMW (Familie Quandt) und VW (Porsche- und Piech-Clan) ein schützender Ankeraktionär.

Die Folge: 2018 stieg Geely-Gründer Li Shufu mit 9,7 Prozent zum größten Einzelaktionär von Daimler auf. BAIC, der Pekinger Joint-Venture-Partner von Daimler, will mit Li gleichziehen und erwägt seit Monaten, seine Anteile von fünf auf bis zu zehn Prozent aufzustoßen. Auf dem Papier sind die Chinesen zwar Wettbewerber, aber gemeinsame Interessen gäbe es durchaus. Zusammen könnten BAIC und Li einer Sperrminorität bald gefährlich nahe kommen.

Hapag-Lloyd: Kühne nutzt Reederei-Flaute

Der Schweizer Investor Klaus-Michael Kühne nutzt die Coronakrise für Zukäufe. So gab seine Holding vergangene Woche bekannt, dass die Zwischenholding Kühne Maritime den Anteil beim Hamburger Containerreederei Hapag-Lloyd auf 30 Prozent ausgebaut habe. Zuletzt hielt Kühne an Deutschlands größtem Seefahrtsunternehmen etwas mehr als 25 Prozent. Die Zukäufe, die ihn mit dem chilenischen Großaktionär CSAV auf die gleiche Stufe bringen, waren für Kühne relativ preisgünstig.

Da die Reederei 2020 zwar mit schwarzen Zahlen, jedoch mit einem tendenziell schwächeren Ergebnis als im Vor-

jahr rechnet, war der Aktienkurs seit Mitte Februar zeitweise um mehr als 20 Prozent eingebrochen. Dennoch dürfte der Schweizer Speditionsmilliardär für die Zukäufe gut eine halbe Milliarde Euro ausgegeben haben.

Lufthansa: Geschützt per Gesetz

Die Lufthansa-Aktie gilt schon lange als ein sehr günstiges Papier. Aktuell kostet die gesamte Unternehmensgruppe nur etwas mehr als vier Milliarden Euro auf dem Börsenparkett. Allein der Buchwert der nicht beliebten Flugzeuge, die der Konzern im eigenen Besitz hat, beläuft sich nach letzten Angaben auf rund zehn Milliarden Euro.

Auch die vom Konzernvorstand Mitte März genannte Liquidität belief sich auf über fünf Milliarden Euro und lag damit über dem Börsenwert. Lufthansa ist damit grundsätzlich extrem übernahmefähig, denn jeder, der die Airline-Gruppe erwirbt, könnte den Kaufpreis mehr oder minder mit den Mitteln der 'Hansa' bezahlen. So etwas zieht üblicherweise reihenweise Interessenten an. Doch im Fall der 'Hansa' ist das nicht so einfach. Lufthansa ist die größte deutsche Fluggesellschaft und nach der Pleite von Air Berlin auch der einzige relevante Linien-Anbieter im Land. Damit hat Lufthansa eine hohe Bedeutung für die Anbindung der exportorientierten deutschen Wirtschaft. Die deutsche Regierung würde umgehend einschreiten, sollte eine Übernahme drohen.

Das hat Lufthansa-Chef Carsten Spohr erst vor wenigen Wochen deutlich gemacht. Werde sich jemand an einer feindlichen Übernahme versuchen, werde man sehr schnell den Kontakt zur Regierung suchen, erklärte er.

Hinzu kommt: Wegen der Bedeutung des Luftverkehrs gilt für alle deutschen Airlines das sogenannte Luftverkehrsnachweissicherungsgesetz (LuftNaSiG). Danach müssen börsennotierte deutsche Luftverkehrsunternehmen bestimmte Anforderungen bezüglich der Beteiligungs- und Beherrschungsverhältnisse einhalten. Sonst verlieren sie die Betriebslaubnis oder ihre Luftverkehrsrechte. Konkret: Die Mehrheit der Papiere muss in deutscher beziehungsweise europäischer Hand bleiben.

Das wird sichergestellt, indem die Lufthansa vinkulierte Namensaktien ausgibt. Die Käufer müssen sich zu erkennen geben. Die Vinkulierung räumt dem Konzern die rechtliche Möglichkeit ein, den Kauf oder auch Verkauf der Aktien zu unterbinden. Die Lufthansa muss alle

drei Monate ihre Aktionärsstruktur publizieren. Zeichnet sich ab, dass sich der Anteil ausländischer Aktionäre im Sinne des Gesetzes der Grenze von 50 Prozent nähert, kann das Unternehmen gegensteuern.

So hat das Unternehmen zum Beispiel ab einer Quote von 45 Prozent ausländischen Aktienbesitzes die Möglichkeit, eine Kapitalerhöhung durchzusetzen, bei der die Anteile der anderen Aktionäre verwässert werden.

Pro Sieben Sat 1: Bei Investoren im Ausland beliebt

Deutschlands größter privater TV-Konzern ist zum Schnäppchenpreis zu bekommen: Pro Sieben Sat 1 ist an der Börse inzwischen lediglich rund 1,8 Milliarden Euro wert. Seit Jahresbeginn hat das im MDax notierte Unternehmen rund die Hälfte an Wert verloren.

Zwei prominente Investoren haben den Kursrutsch genutzt. So ist die italienische Berlusconi-Holding Mediaset bereits im vergangenen Jahr in großem Stil eingestiegen und hat ihren Anteil seither ausgebaut. Der Medienkonzern will eine europäische TV-Allianz unter Beteiligung von Pro Sieben Sat 1 schmieden und hält inzwischen knapp ein Fünftel der Anteile.

Der Ende März entlassene Vorstandschef Max Conze hat diese Pläne stets vehement abgelehnt und stattdessen viel Geld in seine eigene Streamingplattform Joyn gesteckt. Es ist nun an Nachfolger Rainer Beaujean, dem bisherige Finanzvorstand, den Dialog mit den Südeuropäern zu suchen.

Hinzu kommen die Osteuropäer: Die Metro-Investoren um den tschechischen Milliardär Daniel Kretinsky haben jüngst den Kursverfall zum Anlass genommen, ihren Anteil an dem Fernsehkonzern aufzustoßen. Die Czech Media Invest, hinter der neben Kretinsky Patrik Tkac und der Slowake Roman Korbicka stecken, halten jetzt rund zehn Prozent der Anteile. Ob sie strategische Ziele verfolgen, ist offen. Beaujean hat zum Amtsantritt angekündigt, Pro Sieben Sat 1 wieder stärker auf das Kerngeschäft mit Unterhaltung zu fokussieren. Die zahlreichen Beteiligungen des Konzerns will er Zug um Zug verkaufen. Das könnte sich für Investoren lohnen. Allein die Partnervermittlung Parship, die zur Konzernsparte Nucom gehört, wurde jüngst mit mehr als 700 Millionen Euro bewertet. An Nucom ist der Finanzinvestor General Atlantic beteiligt.

Darüber hinaus gehören bekannte

Namen wie das Vergleichsportal Verivox oder Jochen Schweizer dazu, ein Anbieter von Erlebnisgutscheinen sowie der Parfumversand Flaconi. Zusammen dürften diese Firmen deutlich mehr wert sein als Pro Sieben Sat 1 momentan insgesamt an der Börse. Allerdings: Auf dem Konzern lastet eine Nettoverschuldung von gut zwei Milliarden Euro. Das schreckt Anleger ab und hat mit zum Kurseinbruch geführt.

Die Rückkehr des Staats - Wie die Coronakrise die Luftfahrt verändern könnte

Mehr:

- Abbildung:** Ein hoher Streubesitz macht Unternehmen noch anfälliger für Übernahmen. Foto: AFP
- Abbildung:** Das Institut kostet weniger als die Hälfte seines Buchwerts. Foto: Caro / Oberhaeuser
- Abbildung:** Mehr als 85 Prozent der Aktien befinden sich in Streubesitz. Foto: obs
- Abbildung:** Die Marke zählt zu den wertvollsten der Welt. Foto: dpa
- Abbildung:** Die Airline hat eine hohe Bedeutung für die deutsche Wirtschaft. Foto: Unsplash
- Wörter:** 2562
- Urheberinformation:** Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH 2020: Alle Rechte vorbehalten. Die Reproduktion oder Modifikation ganz oder teilweise ohne schriftliche Genehmigung der Verlagsgruppe Handelsblatt GmbH ist untersagt. All rights reserved. Reproduction or modification in whole or in part without express written permission is prohibited.