



Deutsche Bank in Frankfurt: Das Institut kostet weniger als die Hälfte seines Buchwerts.



Tanklager von BASF in Ludwigshafen: Die Aktien des Chemiekonzerns sind weltweit breit gestreut.

# Im Visier der Investoren

Der Crash an den Aktienmärkten hinterlässt seine Spuren. **In Deutschland sind börsennotierte Unternehmen derzeit so günstig zu haben wie nie.** Das Handelsblatt hat analysiert, welche Konzerne gefährdet sind und warum.

**P**eter 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. Zu konkreten Übernahme-kandidaten will sich zwar kein hochrangiger Regierungsvertreter äußern. Doch hinter vorgehaltener Hand fürchten Politiker mögliche Angriffe auf deutsche Konzerne durch ausländische Investoren.

Als ein möglicher Übernahmekandidat gilt Daimler (siehe Seite 6). 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 fal-

„  
Ungewöhnliche Zeiten erfordern ungewöhnliche Maßnahmen.“



Michael Wolff  
Wirtschaftsprofessor  
Uni Göttingen

len. 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 Notleidenden 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. Unter den 160 börsennotierten Konzernen in den vier wichtigen Börsenindizes Dax, MDax, SDax und TecDax befinden sich nach einer Auswertung des Handelsblatts 17 Gesellschaften, die nach dem

jüngsten Kurssturz weniger wert sind, als sie an Eigenkapital abzüglich ihrer Verbindlichkeiten bilanzieren. Das ist der Buchwert.

Zugleich sind ihre Aktien zu mindestens 75 Prozent an der Börse breit gestreut. Das heißt, jeder kann die Unternehmen aufkaufen. Das macht sie mit Blick auf (ungewollte) Übernahmen so anfällig. Die Unternehmen haben keinen großen Ankeraktionär und sind somit ungeschützt gegenüber dem Einstieg eines Großinvestors oder gar einer Komplettübernahme. Mit BASF, RWE, der Lufthansa, der Deutschen Bank, Allianz und Munich Re sind gleich sechs der 30 Dax-Konzerne betroffen.

Solch eine Konstellation ist in der langen Börsengeschichte selten und tritt nur in Phasen ausgeprägter Börsenschwäche auf: zuletzt auf dem Höhepunkt der Finanzkrise 2009. Die Lufthansa, der Düngemittelspezialist 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 (siehe Seite 6).

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

## Angst vor Übernahmen



Allianz-Flaggen vor dem Olympiaturm in München: Kein großer Ankeraktionär schützt die Versicherung.

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 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 Wirecard 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-Großen wie Apple und Microsoft, die über Barbestände im dreistelligen Milliardenbereich verfügen, aber auch für eine

### Deutsche Unternehmen auf dem Silbertablett

17 deutsche Unternehmen kosten nach dem Crash weniger, als sie an Eigenkapital abzüglich Schulden bilanzieren.

Unternehmen	Kurs-Buchwert-Verhältnis	Streubesitz in Prozent	Kurveränderung seit 19.2.2020
Commerzbank	0,1	79,4	-53
Deutsche Bank	0,2	85,7	-45
K+S	0,2	97,1	-41
Leoni	0,3	94,0	-54
Deutsche Pfandbriefbank	0,3	89,7	-58
Aareal Bank	0,3	87,7	-52
Lufthansa	0,4	90,0	-47
Aroundtown	0,4	78,5	-51
Deutz	0,6	100,0	-33
Koenig & Bauer	0,6	84,7	-28
Aurubis	0,7	75,0	-22
Alstria	0,7	99,9	-35
RWE	0,8	89,9	-33
Munich Re	0,8	100,0	-39
Allianz	0,8	99,8	-35
Norma	0,9	100,0	-53
BASF	0,9	100,0	-33

HANDELSBLATT

Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters Datastream, HRI

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 Datenspezialisten Prequin 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 Fondsparken. 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 seinem in der Finanzkrise übernommenen Anteil an der Commerzbank sitzt der Staat jedenfalls bis heute. Und diese Krise liegt inzwischen elf Jahre zurück.

Ulf Sommer, Heike Anger, Dieter Fockenbrock, Martin Greive, Jan Hildebrand