

Nichts ist mehr undenkbar

Der Angriff **aktivistischer Investoren** auf Thyssenkrupp war wohl nur der Anfang. Was Konzernmanager fürchten, beflügelt die Spekulationsfantasie der Anleger. In welchen **Aktien** Aufspaltungs- und Turnaroundpotenzial steckt.

TEXT CHRISTOF SCHÜRMANN

Wer es mit der Wahrheit genau nimmt, sollte sich lieber nicht in der Welt der Finanzinvestoren bewegen. „Wir haben nie eine Zerschlagung von Thyssenkrupp gefordert“, behauptete Franck Tuil, Manager des Hedgefonds Elliott noch im August. Doch schon sechs Wochen später entpuppte sich die Behauptung als wahrscheinliche Lüge: Thyssenkrupp, das letzte große deutsche Industriekonglomerat, spaltet sich auf.

Und das wohl kaum aus freien Stücken. Sondern unter dem Druck von Elliott, in der Finanzwelt berüchtigt als rabiater Angreifer mit Heuschrecken hunger. Der US-Investor hatte erst im Frühjahr bekannt gegeben, Anteile am Dax-Konzern erworben zu haben. Unter drei Prozent sollen es sein. Bei mehr als drei Prozent wäre Elliott verpflichtet, die genaue Position zu beziffern.

Umso tiefer schockiert ist die deutsche Unternehmenswelt. Dass es Elliott-Gründer Paul Singer mit einer Handvoll Dollar gelungen ist, Thyssenkrupp aufzubrechen, wenn auch mithilfe des schon länger am Essener Konzern beteiligten schwedischen Finanzinvestors Cevian, löst in vielen Chefetagen Alarm aus. Erst schmiss Thyssenkrupp-Vorstandschef Heinrich Hiesinger auf den Druck von Elliott hin, dann nahm mit Ulrich Lehner der Aufsichtsratsvorsitzende seinen Hut – und das alles unter den Augen eines Großaktionärs, der seit Jahrzehnten seine schützenden Hände über den Traditionskonzern hält. Besser gesagt: halten sollte. Die Alfred Krupp von Bohlen und Halbach-Stiftung bunkert 21 Prozent der Anteile und verfügt damit faktisch über eine Sperrminorität auf der Hauptver-

sammlung (ab 25 Prozent der anwesenden Stimmen).

Und trotzdem ist es Elliott gelungen, die mit Abstand größte Bastion des Ruhrgebiets, ein Konglomerat aus Stahl, Automobilzulieferung und Anlagenbau mit 159 000 Mitarbeitern und 42 Milliarden Euro Jahresumsatz zu erobern. Nichts ist mehr undenkbar seither – zumal zahlreiche deutsche Konzerne günstig zu haben sind. Managementfehler, hoher Investitionsbedarf und mangelnde Innovationsbereitschaft haben die Kurse gedrückt. Viele wehren sich, aus Angst ins Blickfeld aggressiver Investoren zu geraten, präventiv: mit Abspaltungen und neuen Strukturen. Sie kämpfen einen verzweiferten und möglicherweise erfolglosen Kampf: „Die Angreifer suchen sich Unternehmen, deren Wettbewerbsfähigkeit bedroht ist“, sagt Thomas Hutzschenreuter, Inhaber des Lehrstuhls für Strategic and International Management an der TU München.

Deutsche Unternehmen beliebt

Für Anleger übersetzt sich die Furcht der Manager in Spekulationsfantasie: Sie dürfen auf einen Turnaround oder auch den kurstreibenden Einstieg einer Heuschrecke wetten. Die Papiere von Thyssenkrupp etwa legten nach Bekanntwerden der Aufteilung um 16 Prozent zu. Und „Anteile an deutschen Unternehmen sind sehr beliebt“, so Hutzschenreuter.

Interesse zeigen dürften aktivistische Investoren an noch weiteren Dax-Konzernen. Das Geschäftsmodell der Aktivisten basiert nicht darauf, Aktien eines Unternehmens zu kaufen und eine günstige Kursentwicklung abzuwarten, im Gegenteil: TCI aus Großbritannien, Active Ownership Capital (AOC) aus Deutschland oder eben Elliott aus



Zweigeteilt Thyssenkrupp hat dem Druck von Finanzinvestoren nachgegeben und will sich aufspalten

den USA – sie alle organisieren Kampagnen gegen Unternehmen, die aus ihrer Sicht schlecht gemanagt sind. Treibend wirkt, dass „der Anlagenotstand von Finanzinvestoren enorm hoch ist“, so Hutzschenreuter. Und verschärfend wirkt, dass „der verstärkte Druck, Rendite zu erzielen, an die Unternehmen weitergereicht wird, an denen Anteile erworben wurden“. Kurzum: Die Aktivisten fordern Abspaltungen, drängen auf hohe Dividenden oder Aktienrückkäufe. Nicht selten ist ihnen auch das aktuelle Management nicht genehm. Also wird es ausgetauscht. Siehe Thyssenkrupp.

Oder Stada. Der hessische Medikamentennachahmer wurde 2016 von AOC geentert. Erst musste Vorstandschef Hartmut Retzlaff seinen Hut nehmen, dann sicherte sich AOC einen Platz im Aufsichtsrat. Beim Einstieg der Investoren kostete eine Stada-Aktie knapp 34 Euro. Nun haben die Finanzinvestoren Bain und Cinven, die AOC auslösten, bekannt gegeben, Stada von der Börse nehmen zu wollen: für eine Abfindung von knapp 82 Euro pro Aktie – macht 140 Prozent Kurszuwachs binnen 30 Monaten. Auch für Aktionäre des Pkw-Sitzherstellers Grammer hat sich die Aktivität der Aktivisten gelohnt. Seit seinem Tief vor drei Jahren legte der Kurs um bis zu 255 Prozent zu. Faustregel für Anleger: Je kleiner das Unternehmen, desto fulminanter kann der Kursanstieg ausfallen.

Aber selbst bei den großen Unternehmen sind aggressive Investoren erfolgreich. US-Milliardär Carl Icahn etwa trug mit Forderungen nach erhöhten kurstreibenden Aktienrückkäufen und Dividenden erst dazu bei, dass Apple heute das wertvollste börsennotierte Unternehmen der Welt ist. Beim Schweizer Spezialchemiker Clariant trieb

FOTO: THYSSENKRUPP STEEL EUROPE FOTOGRAFIE

der Icahn-Schüler Keith Meister mit seinem Hedgefonds Corvex Management den Kurs um ein gutes Drittel binnen sieben Monaten, indem er eine aus seiner Sicht wertvernichtende geplante Fusion mit der texanischen Huntsman abblockte.

Bei Bayer kann niemand mehr den Zusammenschluss mit dem US-Saatgutriesen Monsanto (Glyphosat) verhindern. Die Fusion hat Anlegern bisher kaum Freude bereitet – der Kurs der Bayer-Aktie hat sich vom Allzeithoch inzwischen halbiert. Der Einbruch macht den Konzern zu einem Leichtgewicht an der Börse. Der Schweizer Pharmakonkurrent Novartis etwa kostet 2,5-mal so viel. Netterweise hat sich Bayer für Investoren auch gleich so aufgestellt, dass eine Aufspaltung in vier klar abgegrenzte Sparten ein Leichtes wäre: Pharma, Konsummedizin, Agrar und Tiergesundheit. Inklusive Schulden wäre Bayer für rund 115 Milliarden Euro zu haben. Sollte die neue Tochter immer noch so viel wert sein, wie Bayer bezahlt hat, deckte Monsanto davon heute fast die Hälfte.

Wie selbst schwierige Strukturen plötzlich aufbrechen können, zeigt das Beispiel der Metro. Erst spalteten sich die Düsseldorfer in zwei Teile auf, nun steigt überraschend Großaktionär Haniel aus. Mehr als 50 Jahre hielt die Duisburger Familie mit ihren rund 650 Mitgliedern Metro nibelungentreu die Stange – doch jetzt kauft der tschechische Milliardär Daniel Kretinsky nicht nur die Haniel-Anteile am ehemaligen Dax-Konzern, sondern greift mit Investorenpartnern auch nach den Aktien, die die Ex-Metro-Tochter Ceconomy (Saturn, Media Markt) noch besitzt. Damit könnte Kretinsky über die Schwelle von 30 Prozent kommen, ab der er allen Aktionären ein Übernahmeangebot unterbreiten müsste. Die Fantasie hat den Metro-Kurs seit Juli bereits um ein Drittel geliftet. Und nach der Abspaltung von Kaufhof will Metro-Chef Olaf Koch nun auch noch die Real-Märkte verkaufen. „Nicht nur der



Nicht mehr zentral Siemens verkauft Sparten, bringt sie an die Börse oder fusioniert sie mit Wettbewerbern, um den Konzern vor einer Übernahme durch Finanzinvestoren zu schützen

Kapitalmarkt fordert eine höhere Profitabilität, oft gibt es auch objektive Gründe für eine Umstrukturierung. Viele Unternehmen haben Sparten, die wettbewerbsfähig sind, wohingegen andere Bereiche kaum oder gar keine Rendite abwerfen“, so Hutzschenreuter.

Erst einmal 60 Prozent Verlust

Überhaupt nicht gezündet hat dagegen das Engagement von Cevian bei Bilfinger. Chefwechsel und Umsatzeinbrüche – bei dem ehemaligen Baukonzern ging es jahrelang nur bergab. Anleger, die Cevian folgten, büßten seit 2011 bis zu 60 Prozent ihres Einsatzes ein. Und auch wenn der Bilfinger-Kurs inzwischen gedreht hat, bleibt der Konzern, der sich heute als Industrie- und Infrastrukturdienstleister definiert, eine holprige Turnaroundstory für mutige Anleger.

Abschläge mussten das Jahr über auch Siemens-Aktionäre hinnehmen. Dabei müht sich unter den Dax-Chefs kaum jemand

mehr als Joe Kaeser, es dem Aktienmarkt recht zu machen. Längst sind die Zeiten vorbei, als Siemens als große Familie unter einem Dach operierte. Kaeser konzentriert die Geschäfte auf Technologie wie Elektrifizierung, Automatisierung und Digitalisierung. Er verkaufte nicht passende Aktivitäten, etwa die Leuchtensparte Osram oder die Hausgeräte. Das Windturbinengeschäft gliederte Kaeser in die spanische Tochter Siemens Gamesa aus, und die Medizintechnik brachte er als Siemens Healthineers an die Börse. Kaeser, heißt es, treibe schon länger die Angst vor einem Angriff von Finanzinvestoren um. Kein Wunder: Aktivisten haben gerade erst die Zerschlagung des US-Konkurrenten General Electric ausgelöst. Solche Aktivisten seien „ein Teil unseres Systems“, und ihr Treiben solle man „ernst nehmen“, sagte Kaeser bei der Vorstellung seines Umbauprogramms. Der nächste Schritt, um Siemens zur uneinnehmbaren Festung umzu-

bauen, ist die Eisenbahntechnik-Fusion Siemens-Alstom. Aktuell prüft die EU, ob sie dem zustimmt. Eine Fusion würde aber erneut aufdecken, was wichtige Teile des Konzerns wert sind. Die im Frühjahr an die Börse gebrachte Medizintechnik deckt nach einer starken Kursperformance glatte 40 Prozent des Börsenwertes der Mutter ab. Der Anteil, den Siemens selbst noch hält, ist 28 Milliarden Euro wert – ein hübsches Stimmchen für Investoren bei einer Zerschlagung.

Dass Kaeser bei Daimler, wo er im Aufsichtsrat sitzt, jüngst ebenfalls Aufspaltungspläne in eigenständigere Einheiten abnickte, verwundert nicht. „Die Unternehmen kommen mehr oder weniger den Vorstellungen des Marktes nach“, sagt Sven Diermeier, der als Analyst bei Independent Research in Frankfurt Automobilkonzerne beobachtet, darunter auch Continental.

Brandbrief des Vorstands

Conti steht nach mehreren Prognosekürzungen und nach einem Brandbrief des Vorstands an das mittlere Management mächtig unter Druck. Der Kurs des einstigen Vorzeigekonzerne hat seit Jahresanfang 40 Prozent verloren, während der Dax seither nur knapp vier Prozent unter Wasser liegt. „Unsere derzeitige geschäftliche Situation ist sehr ernst“, so Conti-Chef Elmar Degenhart. Ein Konzernumbau bis 2020 und ein Börsengang der Sparte Antriebstechnik im kommenden Jahr sollen dem Conti-Kurs wieder auf die Sprünge helfen – und Aktivisten abwehren. Zwar hat Conti in Schaeffler einen Großaktionär, der mit 46 Prozent Anteil abwehrbereit sein sollte. Doch könnte Schaeffler angesichts der zahlreichen Probleme im Autosektor als Zulieferer selbst unter Druck geraten. Am Ende könnte Conti-Anteilseignern ein Finanzinvestor sogar zupass kommen. „Der schwarze Peter“ ist bei einem Einstieg immer „umgehend verteilt – den hält der Aktivist“, sagt Hutzschenreuter: „Die anderen Aktionäre segeln im Windschatten mit und profitieren leise.“

Ebenfalls billig derzeit ist Daimler. Investoren haben die Aktie wegen des Dieselskandals und angesichts hoher Investitionen ins E-Auto abgestoßen. Abzüglich Kasse kostet der Dax-Konzern deshalb nur noch gut 40 Milliarden Euro, nicht mal ein Viertel des letztjährigen Umsatzes oder der nur vierfache Gewinn 2017. Auch Daimler stellt sich neu auf in drei Sparten: Pkws und Vans, Lkws und Busse sowie Finanzen. „Daimler reagiert mit der vorgeschlagenen Holdingstruktur, die einen Börsengang der Nutzfahrzeugsparte ermöglicht, auf den Struk-

„Angreifer suchen sich gerne Unternehmen, deren Wettbewerbsfähigkeit bedroht ist“

THOMAS HUTZSCHENREUTER, Inhaber des Lehrstuhls für Strategic Management, TU München

turwandel in der Automobilindustrie“, sagt Diermeier von Independent Research.

Daimler kann mit einigen Pfunden wuchern: Allein der Markenname Mercedes-Benz ist 25,7 Milliarden Dollar wert, wie das aktuelle Brand Z-Markenwertranking von Kantar Millward Brown, einer Tochter der Werbeholding WPP, zeigt. Das wissen auch Finanzinvestoren, denen Daimler nahezu schutzlos ausgeliefert wäre. Mit Geely-Chef Li Shufu haben die Stuttgarter nur einen mittelgroßen Aktionär mit 9,7 Prozent Anteil. Dahinter gibt es Kuwait mit 6,8 Prozent als strategischen Anker – zu wenig Halt bei einem Sturm der Aktivisten.

GEFUNDENE FRESSEN

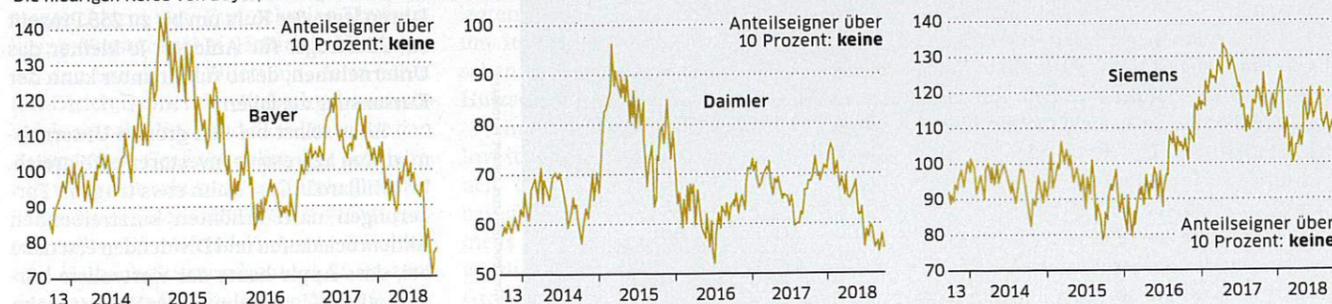
Deutsche Aktiengesellschaften, die Finanzinvestoren anlocken könnten oder die sich im Turnaround befinden, und ihre wichtigsten Kennzahlen

Aktie Kommentar	Kurs/Stopkurs (Euro)	Börsenwert (Milliarden Euro)	Unternehmenswert ¹ (Milliarden Euro)	Kurs-Gewinn- Verhältnis 2018 ²	Dividendenrendite (in Prozent) ³
Bayer	74,62/48,00	69,6	115,2	14,5	3,8
Ohne Großaktionär und bei weiter absackenden Kursen wäre es nicht überraschend, wenn Firmenjäger anknöpfen würden					
Bilfinger	42,92/33,00	1,9	1,9	178,8	2,3
Vom Geschäftsvolumen (vier Milliarden Euro) her schon günstig, zudem schuldenfrei. Der Turnaround könnte gelingen					
Continental	152,60/97,50	30,5	34,0	10,5	3,0
Schon auf dem aktuellen Niveau nicht mehr zu teuer; Großaktionär Schaeffler (46 Prozent) noch nicht abgabebereit					
Daimler	55,52/36,00	59,4	41,6	6,5	6,4
Bei aller Unsicherheit (Diesel, E-Mobilität) hat die Aktie Schnäppchenniveau. Ein Einstieg von Großinvestoren ist denkbar					
Evonik	30,80/25,50	14,4	17,9	13,8	3,9
RAG wird Anteil (64 Prozent) am Chemiker runterfahren. Das könnte positiven Druck auf den Underperformer bringen					
Gea	30,05/23,50	5,4	5,5	21,7	2,8
Mit Elliott ist ein Aktivist beim Anlagenbauer schon an Bord. Viel Fantasie auf höhere Kurse für Anleger mit Risikoneigung					
Klöckner & Co	9,81/6,80	1,0	1,5	11,3	3,1
Großaktionär (25,2 Prozent) des Stahlhändlers ist die Holding Swocem (Friedhelm Loh). Loh bewies schon bei Kuka ein Näschen					
Metro	13,47/9,70	4,9	8,9	13,3	4,7
Konzentration auf Großhandelsgeschäft bringt höhere Transparenz. Übernahmeangebot in nächster Zeit gut möglich					
Osram	33,75/25,80	3,6	3,5	31,5	2,8
Schuldenfreie Ex-Siemens-Tochter in zuletzt erheblichen Turbulenzen. Niedriger Kurs könnte Finanzinvestoren anlocken					
Schaltbau	24,40/19,50	0,2	0,35	34,4	0,0
Kurshalbierung nach Missmanagement. AOC ist schon drin mit unter zehn Prozent Anteil, bisher aber erfolglos. Für Zocker					
Siemens	106,96/76,50	90,9	108,5	15,1	3,5
Als Unternehmen ein Schwergewicht, aber an der Börse zu leicht. Teilzerschlagung auf Großinvestorendruck hin denkbar					
Vossloh	44,40/36,00	0,7	1,0	24,7	1,8
Großaktionär Thiele (44,7 Prozent) ordnet sein Vermögen neu. Bahntechniker mit Potenzial bei besserer Führung					

¹ Unternehmenswert = Börsenwert plus Nettoschulden oder abzüglich Nettoliquidität, bei Daimler nur Industriegebiet; ² geschätzt; ³ geschätzt für das Geschäftsjahr 2018; Zahlen gerundet; **Quelle:** Bloomberg; Stand: 2. Oktober 2018

TRIO OHNE FÄUSTE

Die niedrigen Kurse von Bayer, Daimler und Siemens könnten Finanzinvestoren anlocken (in Euro seit fünf Jahren)



Quelle: Bloomberg