

1 Betriebswirtschaftliche Analyse des Übernahmekampfes um die Hochtief AG

1.1 Sind die ACS-Aktien im Vergleich zu den Hochtief-Aktien überbewertet?

ACS hat momentan (Ende Oktober 2010) einen Börsenwert von 11,9 Milliarden Euro, während Hochtief nur auf einen Wert von 4,4 Milliarden Euro kommt. Man spricht von Marktkapitalisierung und meint den Wert des Eigenkapitals einer AG, der sich aus dem Kurswert ihrer Aktien an der Börse ergibt. Wir wollen zuerst die Frage klären, ob dieser Börsenwert der Ertragssituation (den Gewinnerwartungen) der beiden Unternehmen entspricht oder ob die ACS-Aktien im Vergleich zu den Hochtief Aktien über- oder unterbewertet sind?

Vergleichen wir als Erstes die Fundamentaldaten beider Unternehmen Ende Oktober 2010¹:

	Hochtief	ACS
Marktkap.	4.412.100.000	11.903.760.000
Aktienanzahl	70.000.000	314.664.594
Grundkapital	179.200.000	157.330.000

Das Grundkapital von Hochtief ist mit 179,2 Mio. Euro größer als das von ACS mit 157,3 Mio. Euro. Umgekehrt verhält es sich mit dem Börsenwert, bei dem Hochtief mit 4,4 Mrd. Euro nur etwa 1/3 (37%) des Marktwertes von ACS erreicht. Vergleichen wir jetzt noch die Verlust- und Gewinnrechnungen beider Unternehmen aus dem Jahr 2009:

VuG	Hochtief	in % USE	ACS	in % USE
Umsatzerlöse	18.166,08		15.605,93	
ForschuKo	5,30	0,03%		
Ergebnis	600,47	3,31%	2.267,55	14,53%
Steuern	192,30	1,06%	120,43	0,77%
Jüb	408,17	2,25%	2.147,11	13,76%

Wir sehen, Hochtief erzielte im Vorjahr einen Umsatz von 18,2 Mrd. Euro, während der Umsatz von ACS nur 15,6 Mrd. Euro betrug². Ganz erstaunlich sind auch die Unterschiede beim Jahresüberschuss und bei der Umsatzrendite. Gemessen am Umsatz beträgt der Jahresüberschuss (Jüb) bei Hochtief nur 2,25 Prozent, bei ACS aber 13,76 Prozent! Natürlich ergibt sich da die Frage, wie ACS, das einen um 16,4 Prozent niedrigeren Umsatz hat, einen um 81 Prozent höheren Jahresüberschuss erzielen kann?

Noch erstaunlicher ist der Unterschied der steuerlichen Belastung: Das Ergebnis (Gewinn vor Steuern) von Hochtief ist um $600,47 - 2.267,55 = - 1,667$ Mio. Euro geringer (das entspricht – 278 Prozent) als das von ACS und trotz dieses riesigen Unterschieds bezahlt Hochtief um 71,9 Mio. Euro mehr Steuern als ACS. Während Hochtief von jedem Euro Gewinn 32 Prozent an den Fiskus abgeliefert hat, betrug diese Quote bei ACS 5,3 Prozent. Die Belastung des deutschen Unternehmens war also rund 6 mal so groß! Eine derartige Steuerquote ist nichts anderes als eine verdeckte Subventionierung!

¹ Zahlen aus Onvista: http://aktien.onvista.de/snapshot.html?ID_OSI=82363

² Vgl. ebenda.

Wie kann es sein, dass in einem einheitlichen Währungsgebiet (Euro-Land) eine derart unterschiedliche Steuerbelastung erlaubt ist, ohne Anstoß bei den EU-Instanzen zu we -
ken, die den kleinsten Verdacht auf unerlaubte Subventionierungen gewöhnlich (bei den Deutschen Sparkassen und Landesbanken z.B.) rigoros ahnden? Was haben die Deutschen Regierungen in den letzten 20 Jahren zum Schutz deutscher Unternehmen gegen diese Praxis der Ungleichbehandlung durch die EU-Exekutivorgane getan?

Im Eifer dieses ersten Zahlenvergleichs haben wir das Feld der rein betriebswirtschaftlichen Analyse verlassen. Im Rahmen der Berücksichtigung der volkswirtschaftlichen Aspekte des aktuellen Übernahmekampfes zwischen Hochtief und ACS werden wir jedoch nochmals auf diese – fürs erste offen gelassenen – Fragen eingehen. Kommen wir zurück zu den betriebswirtschaftlichen Gründen für die enormen Abweichungen bei den Kennzahlen beider Unternehmungen. Welche betriebswirtschaftlichen Gründe lassen sich dafür anführen?

(1) ACS hat neben den erstellten Leistungen (Erstellung und Verkauf von privaten und gewerblichen Immobilien und Durchführung von Infrastrukturinvestitionen des Staates) noch andere Gewinnquellen, insbesondere Erträge aus den (inflationären) Wertsteigerungen bei Grundstücken und Gebäuden in Spanien und

(2) ACS finanziert seine Geschäfte mit einer hohen Fremdkapitalquote, was im Falle von $GKR > FK\text{-Zinssatz}$ (Gesamtkapitalrentabilität ist größer als Fremdkapitalzinssatz) zu einem positiven Hebelwirkungseffekt, also zu einer Steigerung der Eigenkapitalrentabilität führen muss.

Die erstgenannte Ursache der paradoxen Gewinndivergenz zweier Unternehmen der gleichen Branche in einem einheitlichen Währungsgebiet (Euro) wird ebenfalls weiter unten im Kapitel „Volkswirtschaftliche Aspekte“ behandelt. Allerdings sei hier schon eines gesagt: EU und Euro haben regionale Sonder- und Branchenkonjunktoren und damit regionale Spekulationswellen ausgelöst – in Spanien wurde vor allem der Immobiliensektor von einer inflationären Blasenbildung und einer Inflationsschwemme überzogen. Die Notenbank (EZB), die für alle der Währungsunion angeschlossenen Volkswirtschaften eine einheitliche Währungspolitik machen muss, hat keinerlei Möglichkeit, derartige branchenspezifische und regionale (auf einzelne Volkswirtschaften begrenzte) Sonderkonjunktoren zur regulieren.

1.2 ACS hat den Hebelwirkungseffekt ausgereizt und überzogen und geht einer düsteren Zukunft entgegen

Wir wollen unser Augenmerk dem Hebelwirkungseffekt zuwenden, der schon seit den 20iger Jahren des vergangen Jahrhunderts in der deutschen Betriebswirtschaftslehre bekannt ist, der aber im Zuge der aggressiven Renditemaximierungsmethoden des Globalkapitalismus heute zum ultimativen Leitgedanken aggressiver Unternehmensexpansion geworden ist. Er war auch die Ursache für die „Blasenbildung“ der Geld- und Krediterschöpfungsorgien auf dem US-Immobilien- und Finanzmarkt, der die große Krise „losgetreten“ hat. Es handelt sich dabei um eine ganz simple Idee: **Jede zusätzliche, mit Fremdkapital (Schulden) finanzierte Investition**, die auch nur einen Cent oder Pfennig mehr bringt als sie kostet, muss die Rendite des vorhandenen Eigenkapitals erhöhen. Ein einfaches Zahlenbeispiel soll die Funktionsweise des Hebelwirkungseffektes veranschaulichen:

	Unternehmen	
	A	B
Eigenkapital	50	10
Fremdkapital	50	90
Ges.Kapital	100	100

Die Unternehmen A und B gehören der gleichen Branche an und sind gleich groß, d.h. sie haben ein Gesamtkapital von 100. Die Zusammensetzung des Gesamtkapitals (Kapitalstruktur) aber ist unterschiedlich. A hat je 50 Prozent Eigen- und Fremdkapital, während B nur 10 Prozent Eigenkapital, dafür aber 90 Prozent Fremdkapital hat. Wenn beide Unternehmen mit diesem Gesamtkapital eine Gesamtkapitalrentabilität von 10, also 10 Prozent erzielen, und sie für das Fremdkapital einen Zinssatz von z.B. 8 Prozent zahlen, dann ist der Gewinn, der auf das Eigenkapital entfällt, sehr unterschiedlich:

Ges.Gewinn = GK * 10% =	10	10
FK Zins = FK * 8% =	4	7
Jüb = GesGew - FK Zins =	6	3
EKR = Jüb : Eigenkap. =	12%	28%

Unterschied der EKR =

233%

Der Jahresüberschuss, der auf das Eigenkapital entfallende Gewinn beträgt im Falle des Unternehmens A 12 Prozent, während das Unternehmen B, das mit 90 Prozent Fremdkapital arbeitet mit 28 Prozent eine deutlich höhere Rentabilität erzielt. In Zeiten des Globalkapitalismus, in denen der sogenannte Shareholder-Value (Börsenwert der Aktien) und die kurzfristige Renditemaximierung zur maßgebenden Maxime der Anleger (Investoren) gehört, ist natürlich klar, dass die Nachfrage nach den Aktien des Unternehmens B – und somit der Börsenwert dieses Unternehmens – wesentlich höher sein wird. Das Problem ist nur, dass in „schlechten Zeiten“, wenn der Gewinn und die Gesamtkapitalrentabilität sinken, sich der Hebelwirkungseffekt umkehrt und sehr schnell negativ werden kann, wie eine kleine Veränderung unser unserer Zahlen zeigt:

	A	B
Ges.Gewinn = GK * 5% =	5	5
FK Zins = FK * 8% =	4	7
Jüb = GesGew - FK Zins =	1	-2
EKR = Jüb : Eigenkap. =	2%	-4%

Unterschied der EKR =

-220%

Wenn die Gesamtkapitalrentabilität auf 5 sinkt, aber immer noch positiv ist, erzielt das Unternehmen A jetzt eine Eigenkapitalrentabilität von 2 Prozent, während die Eigenkapitalrentabilität des Unternehmens B bereits -4 Prozent beträgt und 2,2 mal so niedrig ist wie die von A. Aus dem einfachen Zahlenmodell leitet sich eine grundlegende Erkenntnis ab: Unternehmen, die sich diesen Effekt zunutze machen, erzielen hohe Renditen, solange die Erträge > Aufwendungen sind. Wenn aber die Bedingung Erträge > Aufwendungen nicht mehr gilt, machen sie schnell riesige Verluste, die im Nu das geringe vorhandene Eigenkapital aufzehren können. Betrachten wir unter diesem Aspekt die Grobstruktur der Passivseite (rechte Seite) beider Konzernbilanzen:

Passiva	Hochtief	in % Bil Σ	ACS	in % Bil Σ
Eigenkapital	2.210,1	17,61%	4.303,4	13,55%
Rückstellungen	1.314,9	10,48%	654,0	2,06%
Verbindlichk.	7.812,0	62,25%	26.134,7	82,30%
Σ Verbindlichkt.	9.126,9	72,72%	26.788,7	84,36%

Auffällig ist, dass ACS dreimal so hohe Verbindlichkeiten wie Hochtief hat, obwohl es einen um 16 Prozent geringeren Umsatz erzielt! Erstaunlich ist auch der Unterschied bei den Rückstellungen. Sie sind bei Hochtief doppelt so hoch wie bei ACS! Dazu muss man wissen, dass Rückstellungen nach deutschem Recht gebildet werden müssen(!), wenn in zukünftigen Perioden Forderungsausfälle oder sonstige Wertminderungen, z.B. bei Immobilien, drohen. Genau das dürfte im Falle des spanischen Immobilienmarktes gegeben sein, der infolge der Krise faktisch zusammengebrochen ist. Unter Berücksichtigung dieser Tatsachenlage muss sich dem Bilanzanalytiker natürlich die Frage aufdrängen, wie ehrlich die Buchhaltungszahlen von ACS sind und wie genau es die spanischen Aufsichtsbehörden mit der Buchprüfung in einer Zeit nehmen, in der jeder Zusammenbruch eines größeren Unternehmens unabsehbare Folgen für die gesamte Wirtschaft eines Landes haben kann?

Unabhängig davon, ob die Zahlen der Buchhaltung „geschönt“ wurden, ist für jedermann die hohe Fremdkapitalquote von ACS ganz offensichtlich. Bereits im Geschäftsjahr 2010 dürfte ACS einen empfindlichen Geschäftseinbruch erleben. Dem Unternehmen drohen deshalb die Folgen eines negativen Hebelwirkungseffektes: Wenn die Gewinne einbrechen und unter das Niveau des Fremdkapitalzinssatzes sinken, kann das Unternehmen aus den Gewinnen die Zinsen nicht mehr bezahlen. Da die langfristigen Verbindlichkeiten im Anlagevermögen in Maschinen und Gebäuden gebunden sind, können sie auch nicht zurückgezahlt werden. Dem Unternehmen droht Zahlungsunfähigkeit (Insolvenz) oder, wie man früher sagte, Konkurs! Anhand der konkreten Zahlen von ACS und einer kleinen Modellrechnung wollen wir aufzeigen, wie realistisch diese Gefahr für ACS ist.

Wir verwenden dazu wieder die von Onvista³ veröffentlichten Bilanz- und Erfolgswahlen von ACS:

VuG	2009	2008	Passiva	2009	2008
Umsatzerlöse	15.605,93	16.009,99	Grundkap.	157,33	167,69
Ergebnis	2.267,55	2.669,39	Eigenkapital	4.303,41	3.402,42
Steuern	120,43	29,66	Rückstellg.	653,99	423,36
Jüb	2.147,11	2.639,73	Verbindlk.	26.134,67	40.831,16
EBIT	2.536,65	3.066,13	e	31.754,21	51.398,36
GesKapital	31.754,21	51.398,36	EK-Quote	13,55%	6,62%
GKR	7,99%	5,97%			

Beide Tabellen bedürfen einer kurzen Erklärung: Da ist zum einen der Ausdruck „EBIT“ (earnings before interest and taxes), was auf Deutsch: „Gewinn vor Zinsen und Steuern“ heißt. Wenn man diesen Gesamtgewinn ins Verhältnis zum Gesamtkapital setzt, kann man daraus die Gesamtkapitalrentabilität (GKR) errechnen, was in der untersten Zeile der Tabelle geschehen ist. Sie betrug im Jahr 2009 rund 8 Prozent. Die Höhe erklärt sich aus dem besagten, von der Finanzspekulation angetriebenen Konjunkturboom auf dem spanischen Immobilienmarkt.

In der rechten Tabelle kommt es vor allem auf die Eigenkapitalquote an. Das ist der Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital. Er betrug im Jahr 2009 13,55 Prozent, noch im

³ http://aktien.onvista.de/snapshot.html?ID_OSI=11219065

Jahr zuvor war sie nur halb so groß, was vor allem darauf zurückzuführen ist, dass im Jahr 2009 der spanische Baumarkt wegen der Krise stark eingebrochen war. Und genau das ist das Problem des Baukonzerns ACS: Der Abwärtstrend wird sich im Jahr 2010 und 2011 fortsetzen. „Die Zeiten hoher Inlandsgewinne werden – wenn überhaupt – so schnell nicht zurückkehren.“⁴ Der positive Hebelwirkungseffekt, der in Zeiten guter Gewinne die Eigenkapitalrentabilität zusätzlich erhöht hat, wird jetzt dafür sorgen, dass das Unternehmen bereits absolute Verluste erzielen wird, obwohl die Gesamtkapitalrentabilität noch positiv ist. Das nachstehende Zahlenmodell, in dem die Größenordnungen von ACS (Eigenkapitalquote und Gesamtkapitalrentabilität) verwendet werden, zeigt dies in aller Deutlichkeit. Unsere Modell-Rechnung geht von folgenden Zahlen aus:

GK =	100	Das Gesamtkapital sei 100, Der Fremdkapitalzinssatz ist 8%, das Eigenkapital ist 14, woraus sich eine Eigenkapitalquote von 14% errechnet.
FKi =	8%	
EK =	14	
EK/GK =	14%	

Aus diesen Zahlen, die im Verhältnis ziemlich genau den Größen entsprechen, die ACS im Jahr 2009 ausgewiesen hat, ergibt sich folgende Modellrechnung:

GKR	Bruttogewinn	Fki Betrag	Gewinn	EKR
10%	10	6,88	3,12	31,20%
8%	8	6,88	1,12	11,20%
6%	6	6,88	-0,88	-8,80%
4%	4	6,88	-2,88	-28,80%
2%	2	6,88	-4,88	-48,80%
0%	0	6,88	-6,88	-68,80%

Verschaffen wir uns zuerst einen Überblick zur Aussage der gesamten Tabelle, um danach die Rechnungen zu erklären, aus denen sich Werte der Tabelle ergeben:

Die Gesamtkapitalrentabilität in der ersten Spalte verringert sich von 10% kontinuierlich auf 0 Prozent. Infolge der niedrigen Eigenkapitalquote von 14 Prozent, ergibt sich dann bereits bei einer positiven Gesamtkapitalrentabilität von 6 Prozent (dritte Zeile) ein Verlust von -0,88 oder von rund -8,8 Prozent. Wenn das Modellunternehmen eine positive Gesamtkapitalrentabilität von 2 Prozent erzielt (vorletzte Zeile), dann beträgt der Verlust -4,88, d.h. der Verlust beträgt rund ein Drittel des Eigenkapitals. Spätestens nach 3 Jahren hätte das Unternehmen seine gesamte Substanz aufgezehrt, wenn es nicht schon vorher insolvent (zahlungsunfähig) wird.

Nun noch zur Erklärung der Berechnungen der einzelnen Werte, die an den Zahlen der Zeile 1 demonstriert werden: Aus der vorgegebenen Gesamtkapitalrentabilität (Spalte 1) berechnet sich der Bruttogewinn (Spalte 2) mit 10 Prozent von 100. Der Zinsbetrag (FKi-Betrag) errechnet sich aus dem Fremdkapitalzinssatz (FKi) mit 8 Prozent von (100 – 86) = 6,88. Der Gewinn von 3,12 ergibt sich aus Bruttogewinn – Fremdkapitalzinsen = 3,12 und die Eigenkapitalrendite errechnet sich Gewinn: EK = 31,20%. Doch diese hohe Eigenkapitalrendite verringert sich schnell und wird – wie erwähnt – schon bei der immer noch positiven Gesamtkapitalrentabilität von 6 Prozent bereits negativ.

Übertragen auf das Unternehmen ACS erkennt man, dass dieses Unternehmen einer düsteren Zukunft entgegengeht. Schon bei einem Sinken der Gesamtkapitalrentabilität auf 6 Prozent würde es einen Verlust einfahren. Wie schauen nun die konkreten Erfolgserwar-

⁴ Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 14.10.2010 Seite 11.

tungen von ACS aus? Die FAZ berichtete⁵, dass ACS in den ersten 9 Monaten des Jahres 2010 36,5 Prozent weniger Gewinn als im entsprechenden Vorjahreszeitraum erzielte. Wenn wir davon ausgehen, dass diese Entwicklung auch im letzten Vierteljahr anhält, dann ergibt sich am Jahresende 2010 folgende Gesamtkapitalrentabilität:

	Prozent	Mio. Euro
EBIT 2009		2536,7
GewMinderg.	-36,50%	-925,9
EBIT 2010		1610,8
in % GesKap	5,07%	31.754,21
in % des FK	6,01%	26.788,66

Wenn sich der Ertrag vor Steuern im Jahr 2010 insgesamt um 36,5 Prozent mindert, dann wird er (EBIT) nur noch 1.610,8 Mio. betragen, das entspricht einer Gesamtkapitalrentabilität von 5,07 Prozent. Aus dem Gewinn vor Zinsen und Steuern müssen danach noch die Zinsen und die Steuern bezahlt werden.

Wir haben in unseren beiden Modellen mit einem Fremdkapitalzinssatz von 8 Prozent gearbeitet. Er dürfte in einem Land und einer Branche mit hohen Wachstumsraten und hohen Preissteigerungen auf dem Immobiliensektor nahe an der Realität liegen. Wenn wir an dieser Stelle unsere Annahme des 8 prozentigen Fremdkapitalzinses aufgeben, dann könnten wir auch fragen, wie hoch der durchschnittliche Zinssatz für das gesamte Fremdkapital sein dürfte, damit ACS keinen Verlust macht? Wenn der Zinssatz die Marke von 6,01 Prozent übersteigen würde, dann würde er die Gesamtkapitalrendite von 5,07 Prozent übersteigen und ACS in die Verlustzone geraten. Die Frage, wie stark ACS gefährdet ist, reduziert sich also auf die Gewinnerwartung des Konzerns in den nächsten Jahren. Bei der momentanen Kapital- und Kostenstruktur bringt bereits das Absinken der Gesamtkapitalrentabilität unter die 5 Prozentmarke Verluste und das Risiko, die hohen Schulden nicht mehr bezahlen zu können!

1.3 Wie kann sich der ACS-Konzern noch einmal retten?

Im Zeitalter des Globalkapitalismus, oder sollte man treffender sagen des „Haifischkapitalismus“, gibt es eine Möglichkeit, den Konkurs zu verhindern, die es zuvor nicht gab: Den Kauf eines gesunden Unternehmens.

Wir haben gesehen, dass der Börsenwert von ACS völlig überbewertet ist. Die hohen Renditen der Vergangenheit verdankt das Unternehmen der Immobilienblase und Immobilienspekulation in Spanien und seiner hohen Fremdkapitalquote, deren Hebelwirkung die Rendite zusätzlich gesteigert hat. Doch diese „goldenen Zeiten“ sind vorbei. Die allgemeine Krise und insbesondere der Zusammenbruch des Immobilienmarktes in Spanien haben zur Folge, dass der Hebelwirkungseffekt jetzt negativ wird. Bei einer hohen Schuldenquote stellen sich auch dann schon Verluste ein, wenn die Rendite des Gesamtkapitals noch positiv ist! Es steht völlig außer Frage, dass dem Baukonzern ACS das Wasser „bis zum Hals“ steht! Gefährdet ist nicht nur der Baukonzern in seiner Existenz, auch die Fremdkapitalgeber müssten im Konkursfall mit erheblichen Verlusten bei ihren Forderungen rechnen. Die Summe der Schulden beläuft sich auf über 26 Mrd. Euro. In dieser Not haben die Eigner von ACS, darunter sind viele Hedgefonds⁶, und die vielen

⁵ Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 01.11.2010 Seite 14 – 15.

⁶ z.B. der britische Hedgefonds Centaurus, der den Hochtief-Vorstand vor Abwehraktionen gegen die Übernahme gewarnt hat. (Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 09.10.2010 Seite 14).

Gläubiger nach einem Ausweg gesucht. Und sie haben ihn gefunden, Es ist der deutsche Baukonzern Hochtief, das „Flaggschiff“ der deutschen Bauindustrie!

Hochtief hat die internationale Krise ohne Blessuren überstanden. Mit gestärkter Ertragskraft steuert der Konzern auf ein Rekordergebnis von rund einer Milliarde Euro⁷ zu. In den vergangenen Jahren war der Gewinn stetig angewachsen und hatte im Jahr 2009 die bisherige Höchstmarke von 730 Mio. Euro erreicht⁸. Hochtief ist nicht überschuldet, das technische und kaufmännische Wissen ist vorbildhaft. Und Hochtief hat noch einen ganz besonderen Vorteil, es ist mit über 54 Prozent an dem australischen Bauunternehmen Leighton beteiligt. Der Marktwert dieses Konzerns beträgt 7,7 Mrd. Euro, so dass die 54,4 prozentige Beteiligung allein einen Wert von 4,19 Mrd. Euro hat. Das ist weit mehr, als ACS für den gänzlichen Erwerb von Hochtief zahlen will. Zur Erinnerung: Der ACS-Konzern zahlt für die ausstehenden 70 Prozent der Aktien von Hochtief rund 2,5 Mrd. Euro – und noch dazu in eigenen Aktien!

		Mrd. Euro
Hochtief Anteil an Leighton	54,4%	4,19
ACS-Kaufpreis für Hochtief		2,50
Profit		1,69

Mit dem Kauf erhielt ACS nicht nur das völlig intakte Unternehmen Hochtief selbst, sondern zusätzlich die Beteiligung an der Leighton AG. Der Kaufpreis beträgt somit nicht einmal 2,5 Mrd. Euro, sondern -1,69 Mrd. Euro. Dieses Geschäft übertrifft alle bisher bekannten Übernahme-Transaktionen:

Für 2,5 Mrd. Euro erhält ACS als Gegenwert 70 Prozent des Hochtiefkonzerns, der mit 3.088 Mio. Euro ohnehin schon unterbewertet⁹ ist (siehe nachstehende Tabelle).

Ende Oktober	Euro	Marktwert EK in Mio. Euro	ACS EK-Anteil 70%
Kurs/Aktie	63,03	4.412,1	3.088,5
ACS zahlt	50,95	3.566,5	2.496,6
Differenz	-12,08	845,6	-591,9
in Prozent	-23,71%		-23,71%

Das von Deutschlands Regierungen und dem Bundestag erlassene Übernahmegesetz ermöglicht dem Aufkäufer einen zusätzlichen Rabatt in Höhe von 24 Prozent (siehe letzte Zeile der Tabelle). Obendrein kassiert ACS mit dem Kauf noch ein „Geschenk“ in Höhe von 4.190 Mio. Euro ein. Der angebotene Kaufpreis in Höhe von 2.500 Mio. Euro beträgt somit nicht einmal Null, sondern wandelt sich ein Geschenk in Höhe von plus 1.690 Mio. Euro um! Mit diesem Geschäft werden die bisherigen Eigentümer – das sind die Aktionäre – zwangsenteignet und mit einer weit unter dem Marktwert liegenden Abfindung abgespeist. Und die Deutsche Regierung schaut diesem Geschäft „blöden Auges“ zu, ohne einzuschreiten!

1.4 Wie geht es weiter und wie geht es aus?

Die Deutsche Regierung will sich aus der Sache wieder einmal mit der leidlich bekannten Argumentation heraushalten, dass dies alles Sache des Marktes sei, bei dem sich der

⁷ Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 14.10.2010 Seite 11.

⁸ Vgl. Onvista: http://aktien.onvista.de/snapshot.html?ID_OSI=82363.

⁹ Auf die Ursache dieser Unterbewertung wird in dem Kapitel „Volkswirtschaftliche Analyse des Hochtief - Aufkaufs) eingegangen.

Staat nicht einmischen dürfe. Natürlich könnte man hier die juristische Frage aufwerfen, ob Gesetze, die eine zwangsweise Enteignung ermöglichen, nicht verfassungswidrig sind? Das aber ist keine Frage und Aufgabe der Ökonomie! Ihr genügt es die, gravierenden Sachmängel einer Regelung aufzudecken, deren Tragweite von den Eliten der Politik bis heute nicht erkannt worden sind, bzw. deren Ergebnisse von diesem Politpersonal billigend in Kauf genommen werden. Der mündige Bürger möge für sich entscheiden, ob er der Politik mangelnde Sachkenntnis und Unwissen unterstellt oder ob er der Meinung ist, dass die Politik solche Regelungen wissentlich trifft. Nur eines ist klar, **dieser mündige Bürger müsste erst einmal „Wind von der ganzen Sache“ bekommen, die da abläuft.** Doch weder berichten die Medien darüber, noch melden sich die Fachleute, also die akademischen Lehrer der betriebswirtschaftlichen Fakultäten an Universitäten oder Hochschulen zu Wort. Es wäre sehr interessant zu erfahren, wie viele von ihnen sich mit den Dingen mit ähnlicher Intensität auseinander gesetzt haben, wie dies in dieser Analyse geschehen ist? Doch kommen wir zurück zum realen Wirtschaftsleben.

Was könnte denn die Politik tun, um solch räuberische Unternehmungsaufkäufe zu verhindern? Natürlich müsste sie das Gesetz zur Übernahme von Unternehmen grundlegend ändern. In seiner heutigen Form hätte es nie und nimmer erlassen werden dürfen. Auch kurzfristig und ohne Gesetzesänderung hätte die Regierung durchaus Möglichkeiten, die Ausplünderung deutschen Produktivvermögens zu verhindern, sie bräuchte in deutschen Wirtschaftskreisen nur ein Konsortium anzuregen, das eine Sperrminorität der Aktien von Hochtief erwirbt. Mit einem Anteil von mehr als 25% können Hauptversammlungsbeschlüsse, die eine 75 prozentige Mehrheit erfordern, dann verhindert werden. Sie könnte auch Initiativen zur gegenseitigen Beteiligung (Verflechtungen) anregen, die Raubkäufe wie diesen verhindern. Auch die steuerliche Begünstigung der Beteiligung von Arbeitnehmern an ihrem Unternehmen könnte die Übernahme erheblich erschweren. Es sollte nicht schwierig sein, weitere Möglichkeiten zu finden, um deutsches Produktivvermögen, Arbeitsplätze und Fachwissen vor dem Zugriff des international vagabundierenden Finanzkapitals zu schützen.

Wie aber wird es mit Deutschlands Wirtschaft weiter gehen? Das Nachrichtenmagazin „Der Spiegel“ brachte dazu im Oktober¹⁰ einen informativen Bericht. Demnach geht in Deutschlands Wirtschaft nun die Angst vor einem weiteren Ausverkauf um: *„Hochtief dürfte erst der Anfang sein. Rund ein Dutzend der hundert größten Konzerne hierzulande gilt als gefährdet. Sie haben wenig Schulden, viele Barmittel und erwirtschaften ordentliche Gewinne. Aber an der Börse sind sie relativ niedrig bewertet.“*¹¹ Nach Informationen des Spiegel gehören dazu: Infineon, Rheinmetall, MTU Aero Engines, der Halbleiterhersteller Aixtron und das Biotechnikunternehmen Qiagen, aber auch dem Großkonzern EON droht die Gefahr der Übernahme, ihn schützt momentan nur seine pure Größe – der Marktwert von 42 Mrd. Euro – davor. Der Spiegel nennt auch schon offen das **Problem, wieso es mit Deutschlands Wirtschaft so weit kommen konnte**, wenn er feststellt, dass die *deutschen Unternehmen an der Börse relativ niedrig bewertet* sind.

Warum dies der Fall ist, wird in dem nachfolgenden Kapitel: „Volkswirtschaftliche Aspekte des Übernahmekampfes um Hochtief“ behandelt, das in den nächsten Tagen auf dieser Weltnetzseite erscheinen wird.

www.hpatzak.de

11.11.2010

¹⁰ Der Spiegel 2010, Nr. 43, vom 25.10.2010 Seite 82-85.

¹¹ Der Spiegel, ebenda.