



Risiken deutscher Standardwerte auf dem chinesischen Markt

Teil 3: Volkswagen AG

17.07.2015

I. Einleitung

Diese Veröffentlichungsreihe zu den China-Risiken deutscher Unternehmen kann selbstverständlich nicht ohne einen Betrag zur Volkswagen AG auskommen. Der VW-Konzern hat sich als einer der ersten deutschen Autobauer schon frühzeitig in China engagiert. Die eingegangenen Joint Ventures mit FAW (First Automotive Works) und SAIC (Shanghai Automotive Industry Association), dürften bis zum heutigen Tage als ein Musterbeispiel für eine länderübergreifende Kooperation dienen.¹ Der Gewinn der beiden Gemeinschaftsunternehmen stieg in den letzten zehn Jahren stetig an und erreichte im Jahre 2014 mit über zwölf Milliarden Euro seinen vorläufigen Höhepunkt.² Das Verhältnis der Kooperationspartner war stets von Harmonie geprägt, und erhielt sowohl in China als auch in Deutschland Rückendeckung von höchster Regierungsebene. Schließlich gab der wirtschaftliche Erfolg auch keinen Anlass, die expansive Geschäftspolitik der chinesischen Joint Ventures zu hinterfragen.

Vor dem Hintergrund sich eintrübender Aussichten der chinesischen Wirtschaft erscheint es fraglich, inwieweit die Partner der Gemeinschaftsunternehmen noch dieselben Ziele verfolgen. Sollte es trotz aller Stützungsmaßnahmen zu einem ernsthaften Einbruch der chinesischen Wirtschaft kommen, wäre die Volkswagen-Gruppe möglicherweise schwer zu bewältigenden Risiken ausgesetzt.

¹ Im Jahre 1985 wurde mit der SAIC das Joint Venture Shanghai Volkswagen Automotive Co. (SVW) gegründet. Der Volkswagen-Konzern hält 50% der Anteile (40% Volkswagen AG, 10% Volkswagen (China) Investment Co. Ltd.). Im Jahre 1991 wurde zusammen mit dem Partner FAW das Joint Venture FAW-Volkswagen Automotive Co.Ltd. (FAW-VW) ins Leben gerufen. Der Volkswagen-Konzern hält ca. 40% der Anteile (20% Volkswagen AG, 10% Volkswagen (China) Investment Co. Ltd., 10% Audi). Neben der Marke Volkswagen produziert dieses Joint Venture auch die Autos der Marke Audi.

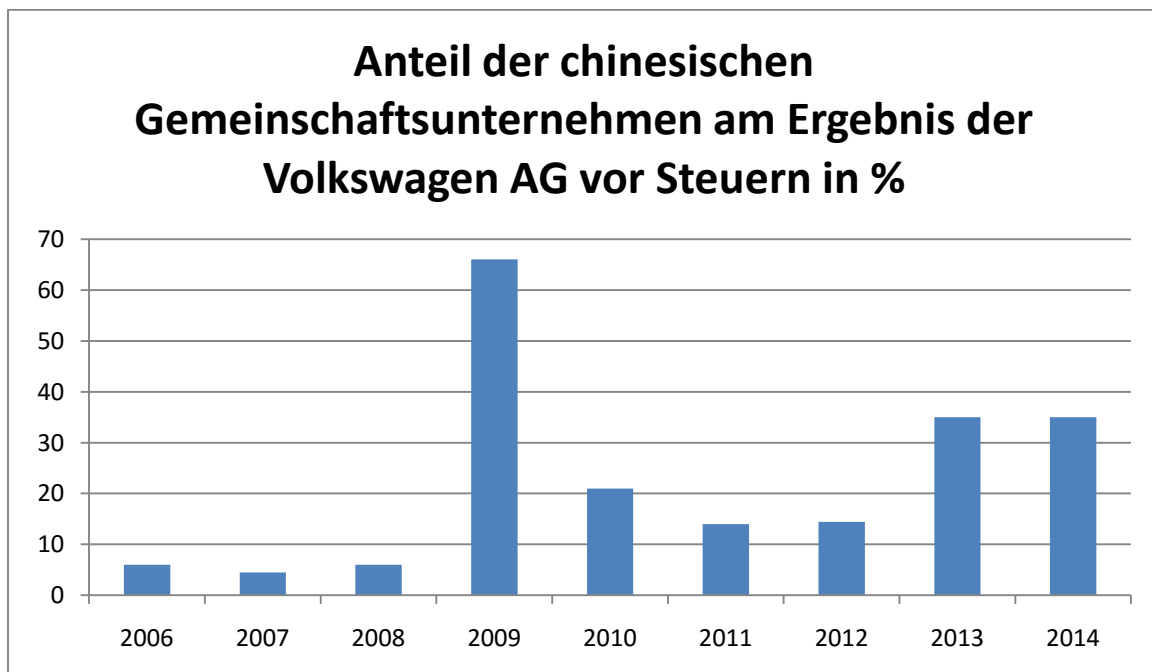
² Geschäftsbericht 2014, S. 43.

II. Unternehmenszahlen der Volkswagen Group China (VGC)

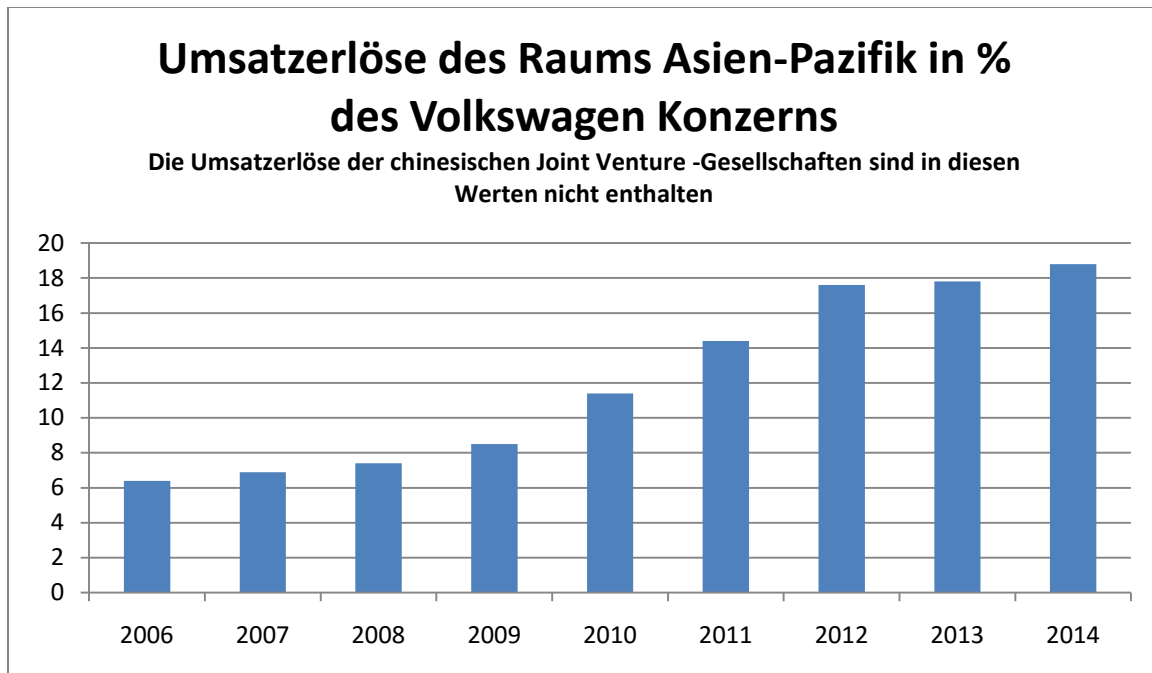
Der Anteil der Volkswagen AG an den Gewinnen der chinesischen Joint Ventures ist im letzten Jahrzehnt stark angestiegen.



Alleine der prozentuale Anteil der Joint Ventures am Vorsteuerergebnis der Volkswagen AG sollte unter Risikogesichtspunkten nachdenklich stimmen.



Die obenstehenden Diagramme veranschaulichen die positive Wirkung des chinesischen Konjunkturpakets während der Finanzkrise im November 2008 auf die Volkswagen AG.³ Das übrige Importgeschäft der Volkswagen AG in China hat im letzten Jahrzehnt ebenfalls enorme Zuwächse zu verzeichnen. Im Rahmen der Finanzberichterstattung werden für die VR China keine Zahlen veröffentlicht, so dass der Raum Asien-Pazifik als Messgröße heranzuziehen ist.



Zusammenfassend dürfte der chinesische Wirtschaftsraum ungefähr 50% der derzeitigen Unternehmensgewinne ausmachen. Folglich dürfte die Volkswagen AG unter den deutschen Standardwerten mit Abstand den größten Gewinnanteil in China erwirtschaften. Die Risiken ergeben sich schlicht aus den exponentiell angestiegenen Gewinnen der Vergangenheit.

Die Bilanzierung der Anteile der Volkswagen AG an den chinesischen Joint Ventures „at equity“ birgt aus Anlegersicht kaum Risiken hinsichtlich eines zukünftigen Abschreibungsbedarfs. Als Unternehmenswert sind aktuell ca. 10 Mrd. € angesetzt.⁴ Dieser Wert dürfte wohl selbst in einem negativen Szenario unter dem derzeitigen Wert der Beteiligungen in China liegen.

³ Das Konjunkturprogramm über 4 Billionen Yuan aus November 2008 dürfte die Weltwirtschaft während der Finanzkrise entscheidend gestützt haben.

⁴ Geschäftsbericht 2014, S. 182.

IV. Unternehmensstrategie und Investitionen

Die Unternehmensstrategie der Volkswagen-Gruppe in China kannte bislang nur eine Richtung: Wachstum.⁵ Während zur Anfangszeit noch Investitionsentscheidungen über einen überschaubaren Zeitraum getroffen wurden, scheinen sich die aktuellen Planungen eher an den 5-Jahresplänen der chinesischen Regierung zu orientieren. Was die Höhe der Investitionen angeht, sind bereits Größenordnungen im Bereich des Staatsbudgets kleinerer Länder erreicht.

Investitionen 2008-2010⁶: 2,1 Mrd. €

Investitionen 2011-2015⁷: 10,6 Mrd. €

Investitionen 2014-2018⁸: 18 Mrd. €

Eine an das aktuelle Umfeld angepasste Investitionsstrategie ist nicht zu erkennen. Vielmehr scheinen die Joint Ventures ihre expansive Strategie „Go West, Go South“ fortzusetzen.⁹ Angesichts der Abschwächung der chinesischen Wirtschaft ist die Fortsetzung des Investitionsprogramms erstaunlich. Ohnehin dürfte sich die Frage stellen, inwieweit die Volkswagen AG auf bereits beschlossene Investitionen noch Einfluss nehmen kann. Verständlicherweise dürfte bei den chinesischen Joint Venture-Partnern nicht alleine der Gewinn der Unternehmungen im Vordergrund stehen. Vielmehr dürfte der Schaffung von Arbeitsplätzen und der Unterstützung der Konjunktur Vorrang eingeräumt werden. Sollte die chinesische Binnenwirtschaft in Schwierigkeiten geraten, würde die Volkswagen AG voraussichtlich dennoch ihre Investitionen in China umsetzen. Dies wäre dann wohl ein bis dahin einmaliger Vorgang in der Unternehmensgeschichte des Volkswagen-Konzerns.

Die Äußerungen der Geschäftsführung hinsichtlich der Unternehmenspolitik in China fallen insgesamt sehr ernüchternd aus. Obwohl „schwächere Konjunktursignale aus China“¹⁰ gesehen werden, „baut der Konzern seine Produktionskapazitäten mit zusätzlichen Fertigungsstätten in diesem wachsenden Markt weiter aus“¹¹. Die Aussage „in China wird das

⁵ Geschäftsbericht 2007, S. 153: „In China wird der anhaltend steigende Bedarf an Mobilität die Nachfrage weiter erhöhen“.

⁶ Geschäftsbericht 2007, S. 174.

⁷ Geschäftsbericht 2010, S. 23.

⁸ Geschäftsbericht 2013, S. 34.

⁹ Siehe Geschäftsbericht 2012, S. 207. Hierbei sollen neue Werke in südlichen Regionen und im Landesinneren zu einem Ausbau der Marktanteile führen.

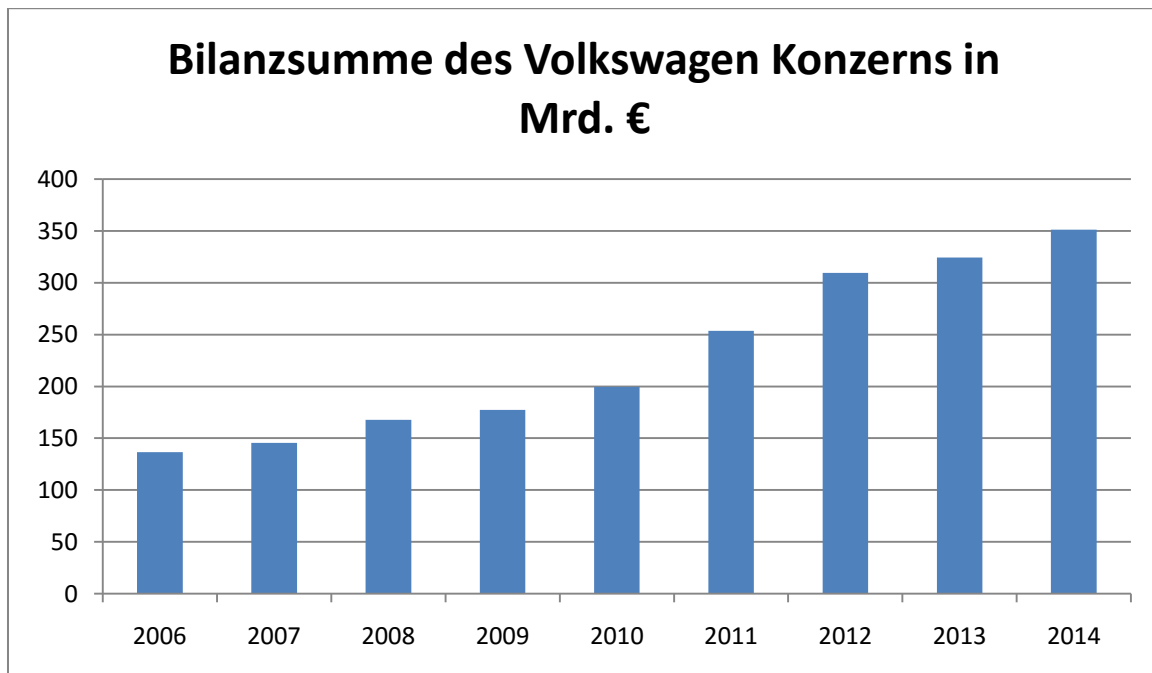
¹⁰ Geschäftsbericht 2014, S. 155.

¹¹ Geschäftsbericht 2014, S. 164.

Wachstum voraussichtlich auf hohem Niveau bleiben“¹² erinnert den Autor an das berühmte Zitat von Irving Fisher aus dem Jahre 1929 „...die Aktien haben ein dauerhaftes Hochplateau erreicht“¹³.

V. Volkswagen Financial Services

Befasst sich der Anleger mit den Finanzberichten der Volkswagen AG des letzten Jahrzehnts, dürfte ihm die enorme Ausweitung der Bilanz auffallen.



Ein Großteil der Ausweitung der Bilanz ist auf die Finanzsparte des Volkswagen-Konzerns zurückzuführen. Das Unternehmen hat sich in den letzten Jahren somit von einem reinen Automobilhersteller zu einem Anbieter von Finanzdienstleistungen weiterentwickelt. Die Bilanzsumme der Volkswagen Financial Services hat sich seit 2008 fast verdoppelt. Insbesondere die eingegangenen Verträge im asiatischen Raum haben sich seit 2012 mehr als verdoppelt.¹⁴ Aktuell werden ca. 11% des Fahrzeugabsatzes des VW-Konzerns durch die Volkswagen Finance China abgewickelt.¹⁵ Zukünftig dürfte die Ausweitung der Händlerfinanzierungen in China wesentlich anspruchsvoller werden. Die BMW-Gruppe beispielsweise zahlte Anfang des Jahres 2015 fast 700 Mio. € an ihre chinesischen Händler,

¹² Geschäftsbericht 2014, S. 152.

¹³ Die Aussage des Wirtschaftsprofessors Irving Fisher kurz vor dem Börsencrash 1929 gilt in der Börsengeschichte als Symbol für ungebremsten Optimismus bei der Beurteilung eines Marktes.

¹⁴ Verträge Asien 2012: 464; Verträge Asien 2014: 1073.

¹⁵ Geschäftsbericht Volkswagen Financial Services 2014, S. 33.

da diese die hohen Zielvorgaben nicht erreichen konnten.¹⁶ Ähnliche Zahlungen an Händler dürften insbesondere der Audi-Gruppe in China bevorstehen, da die ambitionierten Absatzziele im laufenden Jahr voraussichtlich nicht erreicht werden können.¹⁷

Zwar versucht die Volkswagen Financial Services Kreditrisiken durch ABS-Verbriefungen an andere Marktteilnehmer weiterzugeben.¹⁸ Das Volumen dieser Anleihen ist jedoch derzeit noch zu gering, um die bestehenden Risiken effektiv zu begrenzen.

VI. Pensionsrückstellungen

Neben den angesprochenen Risiken bestehen bei der Volkswagen AG Lücken bei den Rückstellungen zu eingegangenen Pensionsverpflichtungen. Zwar konnte der Volkswagen-Konzern von der konjunkturstützenden Niedrigzinsphase der letzten Jahre in seinem angestammten Autogeschäft profitieren, die Kehrseite der Medaille bilden jedoch die ungedeckten Pensionszusagen der Vergangenheit. Im letzten Geschäftsjahr führte die Neubewertung der Pensionspläne aufgrund des niedrigen Zinsniveaus bereits dazu, dass der Konzern in seiner Gesamtergebnisrechnung nur noch einen geringen Gewinn ausweisen konnte.¹⁹ Im ersten Quartal 2015 wird in der Gesamtergebnisrechnung sogar ein Verlust ausgewiesen.²⁰

VII. Zusammenfassung

Die Volkswagen AG ist wie kaum ein anderes deutsches Unternehmen von der chinesischen Wirtschaftsentwicklung abhängig. Neben den China-Risiken haben die Höhe der Forderungen aus Finanzdienstleistungen sowie die ungedeckten Pensionsrückstellungen ein bedrohliches Ausmaß erreicht. Gerade die rechtliche Verbindung des Konzerns mit chinesischen Joint Ventures dürfte die Handlungsfähigkeit der Volkswagen-Gruppe in Krisenzeiten empfindlich beeinträchtigen. Es ist zu befürchten, dass die Geschäftsführung des Volkswagen-Konzerns aufgrund bestehender vertraglicher Vereinbarungen nicht angemessen auf eine Abkühlung der chinesischen Wirtschaft reagieren kann. Selbst eine Rezession im chinesischen Wirtschaftsraum dürfte der Investitionsfreudigkeit der Joint Ventures keinen Abbruch tun.

¹⁶ Hierzu etwa Bericht des Handelsblattes vom 05.01.2015: „Chinesische Händler bekommen fast 700 Mio. Euro“.

¹⁷ Hierzu etwa Artikel von Reuters vom 16.07.2015: „Baustellen bei VW häufen sich – Audi schwächelt in China“.

¹⁸ Geschäftsbericht Volkswagen Financial Services 2014, S. 4; Zwischenbericht 1. Quartal 2015, S. 23.

¹⁹ Geschäftsbericht 2014, S. 181. Das Ergebnis nach Steuern verringerte sich vornehmlich aufgrund der Neubewertung der Pensionspläne von ca. 11 Mrd. € auf unter 4 Mrd. €.

²⁰ Zwischenbericht 1. Quartal 2015, S. 26.

Da ein Verlust, bzw. eine Unterkapitalisierung eines Joint Ventures der Volkswagen-Gruppe bislang noch nicht aufgetreten ist, sind die rechtlichen Folgen hinsichtlich einer etwaigen Nachschusspflicht der Volkswagen AG unklar. Die Aktionäre der Volkswagen AG erhalten wenige Informationen in Bezug auf die finanzielle Ausstattung der Volkswagen Group China. Der Umstand, dass Milliardenrisiken alleine aufgrund der enormen Kapazitätsausweitungen erkennbar sind, dürfte nicht unbedingt zur Beruhigung der Aktionäre beitragen.

Im Ergebnis sind die Aktionäre der Volkswagen AG zu einem Großteil an einer Konstruktion beteiligt, die starke Parallelen zu einem chinesischen Staatskonzern aufweist. Inwieweit dieser Umstand in den Börsenkursen berücksichtigt wurde, bleibt abzuwarten. In jedem Falle dürften gängige Bewertungsmethoden bei der Volkswagen AG nicht anzuwenden sein.

Der Kursrückgang der letzten Monate zeigt aber auch, dass sich der Markt der bestehenden Risiken bewusst ist. Short-Anleger müssen daher unbedingt von weiteren Problemen des chinesischen Automarktes überzeugt sein. Der starke Kursverfall an den chinesischen Inlandsbörsen könnte insoweit einen *inflection point* darstellen. Aufgrund der relativ niedrigen Volatilität der Volkswagen-Optionen an der Eurex, scheint der Wert zumindest für eine breite Absicherung von China-Risiken geeignet zu sein.

Autor:
Rechtsanwalt
Roman Podhorsky

Datum der Erstveröffentlichung:
17.07.2015

Kontakt:
Sankt-Josefs-Kirchplatz 1
48153 Münster
info@rechtsanwalt-podhorsky.de
www.rechtsanwalt-podhorsky.de
Tel. 0049- 251- 97447543

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine unverbindliche Kundgabe der rechtlichen Auffassung des Verfassers. Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar, sie dienen vielmehr allgemeinen Informationszwecken. Die sich in diesem Artikel befindlichen Inhalte geben keine Empfehlung seitens des Verfassers zum Kaufen, Verkaufen, oder halten des betroffenen Wertpapiers ab. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Soweit einzelne Formulierungen oder Hinweise scheinbar zu einer Handlung auffordern, ist der Verfasser nicht für tatsächliche Transaktionen des Lesers verantwortlich zu machen. Allen Informationen liegen Quellen zugrunde, die der Verfasser für vertraulich erachtet. Für die Richtigkeit der Quellen und Angaben übernimmt der Verfasser keine Garantie.

Der Verfasser partizipiert durch das Halten von derivativen Finanzinstrumenten an fallenden Notierungen der Volkswagen AG.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Ländern veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils gültigen Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den Vereinigten Staaten von Amerika sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder in den USA ansässige Personen, ist untersagt. Bei Nachdruck oder Kopien des veröffentlichten Beitrags ist ein Verweis auf den Verfasser anzugeben.