



Risiken deutscher Standardwerte auf dem chinesischen Markt

Teil 4: Covestro AG

19.12.2016

Nachdem die Risiken der chinesischen Wirtschaftsentwicklung für deutsche Unternehmen zum Anfang des Jahres 2016 noch im Fokus des Börsengeschehens lagen, wird diesem Thema derzeit nur noch wenig Aufmerksamkeit geschenkt. Vielmehr sind die deutschen Börsen aktuell von politischen Ereignissen und dem Handeln der Zentralbanken getrieben. Bedenken hinsichtlich der Entwicklung von deutschen Unternehmen auf dem chinesischen Markt lassen sich in der Finanzberichterstattung von exportorientierten Standardwerten kaum finden. Dabei gibt eine Vielzahl von Entwicklungen in der VR China für die deutsche Exportwirtschaft ausreichend Grund zur Sorge. Es stellt sich somit die Frage, ob deutsche Unternehmen ihre Erfolgsgeschichte auch in Zukunft fortschreiben können. Vom „Rauschen der Finanzmärkte“ verborgen, haben sich die Risiken für viele Unternehmen aufgrund erheblicher Investitionen in der VR China zwischenzeitlich erheblich vergrößert. Für Anleger in deutschen Standardwerten dürfte daher die Absicherung ihres Portfolios gegen Risiken auf dem chinesischen Markt an zunehmender Bedeutung gewinnen.

Stützungsmaßnahmen auf dem chinesischen Markt

Im Jahre 2015 hatten die chinesischen Börsen mit herben Kursverlusten zu kämpfen.¹ Um Auswirkungen auf die Realwirtschaft zu vermeiden, entschloss sich die chinesische Regierung zu konzentrierten Stützungsmaßnahmen.² Nachdem chinesische Privatanleger über Margin-

¹ Die chinesischen Inlandsbörsen in Shanghai und Shenzhen haben sich seit dem Sommer 2015 fast halbiert. Noch stärker traf es die Wachstumsbörse ChiNext für Wachstumsunternehmen in Shenzhen. Der Handel einer Vielzahl von Werten wurde eingestellt, und über einen langen Zeitraum nicht wieder aufgenommen.

² Neben der Aussetzung des Handels tätigten staatliche Stellen Stützungskäufe im Milliardenbereich. Der an den Börsen installierte Schutzmechanismus zur Vermeidung von Kursverlusten von mehr als fünf Prozent verstärkte die Panik an den Märkten zusätzlich. Sobald der chinesische Index mehr als fünf Prozent nachgab, wurde der Handel für fünf Minuten eingestellt. Bei einem Minus von über sieben Prozent wurde die Börse für den gesamten Handelstag geschlossen. Wie bereits mehrfach in der Börsengeschichte zu beobachten war, führt die Einstellung des Handels bei einem Börsencrash nicht unbedingt zu einer Beruhigung der am Markt investierten Aktionäre.

Konten gehebelt an der Börsenrally mitverdient hatten, drohten mit dem Einbruch der Märkte auch negative Auswirkungen auf den inländischen Konsum. Die chinesische Regierung entschloss sich aber auch an anderer Stelle zu konjunkturstützenden Maßnahmen. So wurden beispielsweise die inländischen Banken mit der Herabsetzung des Mindestreservesatzes zu einer verstärkten Kreditvergabe an die chinesischen Haushalte und Unternehmen angewiesen.

Nach der Börsenrally folgt der Run auf Immobilien

Vor dem Hintergrund der entstandenen Kursverluste wandten sich die chinesischen Anleger von den Börsen ab, und entdeckten zu Beginn des Jahres 2016, mit der kreditfinanzierten Anlage in Immobilien in den großen Ballungszentren des Landes, die nächsten lukrativen Anlagemöglichkeiten. Bis zum heutigen Tage sind die Immobilienpreise in den Wirtschaftsmetropolen enorm angestiegen und haben sich auf einem hohen Niveau eingependelt.³ Um eine deutliche Überhitzung der Immobilienpreise zu verhindern, wurden von Seiten der chinesischen Regulierungsbehörden mehrere Maßnahmen zur Eindämmung des Immobilienbooms ergriffen.⁴ Dennoch haben die Konjunkturmaßnahmen in Gestalt der vereinfachten Kreditvergabe dazu beigetragen, dass sich das chinesische Bruttoinlandsprodukt auch in 2016 unmittelbar nach dem Zusammenbruch der Inlandsbörsen positiv entwickelte.⁵ Die exportorientierten deutschen Unternehmen profitierten zumindest mittelbar von den staatlichen Konjunkturmaßnahmen und dem stabilen inländischen Konsum.

Überkapazitäten und Rohstoffspekulationen

Die Maßnahmen der Regierung zur Stützung der heimischen Wirtschaft konnten jedoch nicht das Problem von bestehenden Überkapazitäten in vielen Industriebereichen lösen.⁶ Vielmehr hat insbesondere die robuste Binnenkonjunktur auch deutsche Konzerne wie die Covestro AG dazu verleitet, ihre Kapazitäten auf dem chinesischen Markt zu erweitern. In den letzten Monaten stimmt insbesondere die Kursentwicklung der chinesischen Rohstoffpreise nachdenklich. Vergleichbar mit der Börsenrally Anfang des Jahres 2015, platzieren chinesische

Letztlich musste der Schutzmechanismus von der Börsenaufsicht abgeschafft werden, da die Maßnahme sich als kontraproduktiv erwies.

³ Im Jahre 2016 dürften die Immobilienpreise in Shanghai und Shenzhen etwa um 30% angestiegen sein.

⁴ Bspw. wird in den Metropolen mit den höchsten Preissteigerungen eine Anzahlung von 30% des Kaufpreises verlangt. Allerdings nutzen viele Käufer die Möglichkeiten des „grauen Kreditmarktes“. Hier werden auch für die notwendigen 30%igen Cash-Anzahlungen Kredite vergeben.

⁵ Aller Voraussicht nach wird die VR China in 2016 das Wachstumsziel von 6,5 bis 7,0 % des BIP erreichen.

⁶ In den von Überkapazitäten geprägten Industriebereichen wie der Stahl- und Kohleerzeugung, sowie der Zementindustrie, gab es im laufenden Jahr kaum Anpassungen an die weltweite Nachfrage. In der chinesischen Wirtschaftspolitik finden die Themen „Überkapazitäten“ und „Modernisierung des Wirtschaftsmodells“ derzeit wenig Beachtung.

Privatanleger erneut gehebelte Wetten an den inländischen Rohstoff-Future-Märkten.⁷ Erstaunlicherweise werden die anziehenden Rohstoffnotierungen auf dem chinesischen Festland überwiegend als Indiz für eine stabile Konjunktur in China angesehen. Allerdings dürfte zunächst abzuwarten sein, ob die stark angestiegenen Notierungen nicht doch zu einem Großteil auf Spekulationen der inländischen Anleger zurückzuführen sind. Die chinesischen Rohstoffmärkte dürften vor dem Hintergrund des relativ geringen Marktvolumens für Übertreibungen besonders anfällig sein. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die chinesischen Märkte aufgrund des enormen Fremdkapitaleinsatzes der heimischen Investoren in jüngster Vergangenheit starke Volatilitäten aufgewiesen haben.

Kapitalflucht und Abwertung des Yuan

Im Jahr 2016 war zu beobachten, dass die chinesische Währung immer stärker zum US-Dollar abwertete. Diese Marktdynamik führte dazu, dass immer mehr chinesische Investoren den Fokus der Investitionstätigkeit in das Ausland verlagerten. Die Markterwartungen in Hinblick auf eine verstärkte Abwertung des chinesischen Yuan führten somit im Jahre 2016 zu immer stärkeren Kapitalabflüssen ins Ausland.⁸ Als Resultat des Kapitalabflusses sind die Währungsreserven der VR China empfindlich gesunken. Aktuell versucht die chinesische Regierung mit einer Vielzahl von Maßnahmen die Kapitalströme ins Ausland zu begrenzen.⁹ Insgesamt ist es völlig unklar, ob sich mit den beschlossenen Maßnahmen tatsächlich die Marktkräfte im Zaun halten lassen. Eine größere Abwertung des chinesischen Yuan dürfte in

⁷ Hierzu etwa: The Wall Street Journal vom 08.08.2016, „Chinese Traders Roil Commodity Markets“; Bloomberg News vom 29.11.2016, „The World’s Feeling the Might of China’s Commodity Traders“.

⁸ Nach offiziellen Zahlen dürften die Kapitalabflüsse in 2016 mindestens 800 Mrd. USD betragen haben. Während der Asienkrise in den Jahren 1997 und 1998 wurden insgesamt etwa 200 Mrd. USD zur Stützung von heimischen Währungen eingesetzt. Die aktuellen Stützungsmaßnahmen der Regierung dürften daher einen neuen Präzedenzfall darstellen. Nach offiziellen Angaben betragen die Währungsreserven Ende 2016 noch ca. 3.000 Mrd. USD. Allerdings ist hiervon ein substanzieller Betrag zur Durchführung der laufenden internationalen Handelsaktivitäten bereitzustellen. Des Weiteren stellt sich die Frage, inwieweit die angegebenen Vermögenswerte tatsächlich liquide sind. So dürfte eine Vielzahl von USD-Investments bestenfalls als langfristige Anlage zu klassifizieren sein. Hierzu dürften bspw. Offshore-Anleihen von chinesischen Immobilienentwicklern gehören.

⁹ Die nachfolgende Aufzählung der Regelungen gegen Kapitalabflüsse ist nicht abschließend. Ermächtigungen der Zentralregierung sind einzuholen bei: Immobilienkäufen von staatseigenen Betrieben im Ausland von mehr als einer Mrd. USD; Investitionen im Ausland von mehr als 10 Mrd. USD (bspw. Firmenübernahmen); Firmenübernahmen von mehr als einer Mrd. USD die nicht zum Kerngeschäft gehören. Privatpersonen ist der Abschluss von auf USD lautenden Lebensversicherungen in Hong Kong untersagt; der Umtausch von Yuan in USD unterliegt starken Mengenbeschränkungen; Transaktionen mit Kreditkarten in Auslandswährung (etwa Union Pay in Macao) werden verstärkt reglementiert. Bislang ist es jedoch dem chinesischen Erfindungsreichtum geschuldet, dass die aufgestellten Beschränkungen des Kapitalverkehrs in der Praxis wirksam umgangen wurden. Wird bspw. das Limit für Bargeldabhebungen im Ausland pro Bankkarte halbiert, so lässt sich mit der Beantragung einer weiteren Bankkarte der Status quo leicht wiederherstellen.

jedem Fall für volatile Märkte sorgen. Dieses Risiko wird vom Markt aktuell in der Bewertung exportabhängiger Werte kaum diskontiert.

Die Beschränkungen chinesischer Unternehmen bei Auslandsübernahmen sind gerade für Short-Anleger relevant, da sich hierdurch die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme einzelner Werte, wie etwa der Covestro AG, deutlich verringert hat.¹⁰ Aufgrund des geringen Streubesitzes und der stetigen Gefahr einer Übernahme durch einen chinesischen Käufer, dürfte dieser Wert in der Vergangenheit keinesfalls zur Absicherung gegen Risiken des chinesischen Marktes geeignet gewesen sein.

Börsengang der Covestro AG

Am 6. Oktober 2015 ging die Covestro AG (früher Bayer Material Science AG) an die Börse.¹¹ Bei der Gesellschaft handelt es sich um eine Abspaltung des Bayer-Konzerns, die im Wesentlichen chemische Produkte (Polymerwerkstoffe) weltweit herstellt. Neben der Platzierung von ca. 30% der Aktien der Covestro AG, nutzte die Bayer AG den Börsengang auch zur Rückzahlung von Finanzverbindlichkeiten in Höhe von ca. 2 Mrd. EUR bei der Mutter Bayer AG. Im März 2016 wurden daher am Markt Anleihen in Höhe von 1,5 Mrd. EUR begeben.¹²

Insgesamt erweckt der Börsengang der Covestro AG den Eindruck, dass sich die Bayer AG der Risiken ihrer Tochter über den Kapitalmarkt entledigen will. Die Mittel aus dem Börsengang flossen somit nicht an die Covestro AG, sondern wurden vielmehr an die Konzernmutter, die Bayer AG, zurückgeführt. Weitere Anteile wurden etwa bei Pensionsfonds der Bayer AG platziert.¹³ Aufgrund des relativ geringen Streubesitzes von unter 30% der ausstehenden Aktien, besteht für die Konzern-Mutter Bayer AG weiterhin die Möglichkeit, auf den Kursverlauf der Covestro AG mit geringem Kapitalaufwand Einfluss zu nehmen. Der Einbezug der Covestro AG in den M-Dax trägt im Übrigen dazu bei, dass institutionelle Marktteilnehmer, sowie das

¹⁰ Eine Vielzahl von Transaktionen chinesischer Käufer in 2016 war nicht wirtschaftlichen Motiven geschuldet, sondern diente letztlich der Flucht aus der heimischen Währung. Aus diesem Grunde wurden internationale Übernahmen unter einen Zustimmungsvorbehalt der chinesischen Regierung gestellt. Milliardenschwere Transaktionen, wie die Übernahme der schweizerischen Syngenta AG durch den chinesischen Staatskonzern Chem China für rund 43 Mrd. USD, dürften damit der Vergangenheit angehören.

¹¹ Der ursprüngliche Börsengang am 01.10.2015 musste verschoben werden. Hierbei senkte die Bayer AG die Preisspanne für die Neuemission aufgrund des volatilen Marktumfeldes von vormals 26,50 EUR bis 35,50 EUR auf 21,50 EUR bis 24,50 EUR. Die Aktie kam letztlich zum Ausgabepreis von 24,00 EUR an die Börse, der Bruttoerlös der Emission betrug 1,5 Mrd. EUR.

¹² Weitere Details zum Anleiheprogramm der Covestro AG vom Februar 2016 unter: <http://investor.covestro.com/de/fremdkapital/anleihen/anleihenprogramm/>

¹³ Die Bayer AG verlagerte am 21.04.2016 knapp 5% der Covestro-Aktien in den hauseigenen Pensionsfonds Bayer Pension Trust e.V. Hierzu Mitteilung der Bayer AG vom 21.04.2016. Aus historischer Sicht

breite Börsenpublikum den Streubesitz faktisch weiter verkleinern.¹⁴ Dieses Umfeld ist für den Aufbau von Short-Positionen höchst ungeeignet gewesen. Erst weitere Aktienplatzierungen am Markt durch die Bayer AG dürften zu einer marktgerechten Preisbestimmung führen.¹⁵

Die Covestro AG in der VR China

Seit dem Jahre 2001 hat die Covestro AG insgesamt mehr als 3 Mrd. EUR in seinen größten Standort in Shanghai investiert.¹⁶ Die Kapazitäten der Großanlage wurden in den letzten Jahren stetig erweitert.¹⁷ So wurden bspw. die Produktionskapazitäten in China für Polycarbonate im Jahre 2014 verdoppelt.¹⁸ Der bisherige Erfolg der Gesellschaft ist zu einem Großteil auf das erfolgreiche China-Geschäft zurückzuführen. Um die ambitionierten Gewinnerwartungen in Zukunft auch erfüllen zu können, ist die Covestro AG darauf angewiesen, dass die Kapazitäten in China auch weiterhin ausgelastet werden. Vor dem Hintergrund bestehender Unsicherheiten über die zukünftige Entwicklung des chinesischen Chemiemarktes dürfte eine Auslastung des Werkes in Shanghai herausfordernd sein.

Die in China bilanzierten immateriellen Vermögenswerte und Sachanlagen betragen laut Geschäftsbericht 2015 beachtliche 2,35 Mrd. EUR.¹⁹ Alleine dieser Wert verdeutlicht, inwieweit eine starke Abwertung der heimischen Währung die Covestro AG in bilanzieller Hinsicht treffen würde. Des Weiteren dürften bei den ausländischen Konzerngesellschaften nicht unerhebliche Barmittel gebunden sein.

Aus dem aktuellen 9-Monats-Zwischenbericht 2016 geht hervor, dass die Region Asien-Pazifik als einziger Bereich steigende Umsätze zu verzeichnen hat.²⁰ Folglich ist die Covestro AG in besonderem Maße von einer positiven Entwicklung des chinesischen Wirtschaftsraumes abhängig. Hierbei ist es erstaunlich, dass die Gesellschaft im 9-Monats-Zwischenbericht davon ausgeht, dass sich der wirtschaftliche Ausblick für China gegenüber 2015 verbessert hat.²¹

¹⁴ Es lässt sich an vielen Neuemissionen der letzten Jahre beobachten, dass diese zunächst mit einem geringen Streubesitz platziert werden. Im Anschluss wird die Aufnahme in einen der größeren Indizes angestrebt. Dies führt dazu, dass Indexfonds und ETFs praktisch zu einer Beteiligung an diesem im Index aufgenommenen Unternehmen trotz einer anspruchsvollen Bewertung gezwungen werden. Es bleibt zu bezweifeln, ob hierbei eine marktgerechte Preisbildung in allen Fällen stattfindet.

¹⁵ Nach Ablauf der Haltefrist zum 04.04.2015 teilte der Vorstandsvorsitzende der Bayer AG gegenüber der Presse mit, dass an der Covestro AG kein strategisches Interesse bestehe. Daher sei aus Sicht der Bayer AG ein vollständiger Verkauf der Covestro-Anteile denkbar.

¹⁶ Zu den Einzelheiten siehe: <http://www.covestro.com/de/company/covestro-worldwide/shanghai>.

¹⁷ Hierzu etwa: <http://presse.covestro.de/news.nsf/id/covestro-baut-position-bei-lackrohstoffen-aus>

¹⁸ Geschäftsbericht der Covestro AG 2015, S. 43.

¹⁹ Geschäftsbericht der Covestro AG 2015, S. 133.

²⁰ 9-Monatsbericht der Covestro AG 2016, S. 2.

²¹ 9-Monatsbericht der Covestro AG 2016, S. 19.

Zusammenfassung

Die Entwicklung des chinesischen Marktes ist für viele deutsche Unternehmen ein zweischneidiges Schwert. Sicherlich führte der von einer starken Verschuldung getriebene Ausbau der Kapazitäten auf dem chinesischen Markt zu erheblichen Gewinnzuwächsen bei den Auslandstöchtern. Es ist allerdings fraglich, ob sich diese Gewinnsteigerungen, wie vom Markt antizipiert, auch in Zukunft fortschreiben lassen. Sollte das chinesische Wirtschaftsmodell entgegen aller Erwartungen in 2017 in unruhiges Fahrwasser geraten, besteht auch bei der Covestro AG ein erhebliches Abwärtspotenzial. Dies gilt umso mehr, als dass die Gesellschaft umfangreiche Fremdkapitalmittel aufgenommen hat, und inzwischen mit einer Marktkapitalisierung von rund 13 Mrd. EUR bewertet ist. Das Geschäftsmodell der Covestro AG lässt mangels finanzieller Reserven wenig Raum für Verluste in einem schwierigen Marktumfeld.

Die Einschränkungen von ausländischen Unternehmensübernahmen durch die chinesischen Behörden aufgrund der derzeitigen Kapitalabflüsse deuten aus Sicht der Short-Anleger auf eine geringere Übernahmewahrscheinlichkeit der Covestro AG hin. Dieser Umstand könnte für Short-Engagements durchaus einen *inflection point* darstellen, der vom hohen Kursniveau der Aktie untermauert wird. Jedenfalls dürfte dieser Wert in Zukunft stark von der Entwicklung des chinesischen Marktes abhängig sein, so dass er sich zur Absicherung der bestehenden Risiken grundsätzlich eignet.

Autor:

Rechtsanwalt Roman Podhorsky

Datum der Erstveröffentlichung: 19.12.2016

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 Covestro 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.