

Der Faktor Unsicherheit

Von Desirée Backhaus und Sabine Reifenberger

Der erste Brexit-Schock hat sich gelegt, doch die Verunsicherung bleibt. Hedging, M&A, Finanzierung und Bankbeziehung - das müssen Finanzchefs jetzt wissen. Text: Desirée Backhaus und Sabine Reifenberger

- Es ist ein Erdbeben, das die globalen Finanzmärkte am 24. Juni erschüttert. Als das Brexit-Votum am frühen Morgen durchsickert, ist klar: Der Markt hat sich verspekuliert. Von Asien bis Amerika brechen die Aktienkurse ein, das britische Pfund fällt auf den tiefsten Stand seit 1985. Die Verwerfungen im Devisenhandel sind so groß, dass sich die Schweizer Nationalbank zum Eingreifen gezwungen sieht und die Bank of England betont, man stehe für umfangreiche Stützungen bereit. Auf den Anleihemärkten herrschte dagegen schon seit Tagen Stillstand, niemand wagt sich in unsicheren Zeiten auf den Markt. "Jetzt beginnen Jahre des Risikos", schreiben die Analysten der Berenberg Bank.

Unsicherheit ist bekanntlich Gift für die Finanzmärkte, und dieser Zustand dürfte noch eine Weile anhalten. Niemand weiß, wann - ja nicht mal ob - die Briten Artikel 50 des Lissaboner Vertrags tatsächlich auslösen werden, um die EU zu verlassen. Wer Nachfolger von Premierminister David Cameron wird, der im Herbst abtritt, ist ebenfalls noch offen. Die Brexit-Befürworter von Boris Johnson bis Nigel Farage stellen sich einer nach dem anderen aus der Verantwortung. Zugleich droht den Briten eine Rezession: Volkswirte rechnen damit, dass der Brexit die britische Wirtschaft in den kommenden Jahren zwischen 0,5 und 1,5 Prozent des jährlichen BIP-Wachstums kosten wird. Die ersten Unternehmen wie Easyjet und Vodafone prüfen bereits die Verlegung ihres Sitzes auf den Kontinent, um weiter Zugang zum EU-Binnenmarkt zu haben.

Auch deutsche CFOs sind nun gefragt: Von der Währungsabsicherung über die Finanzierung bis hin zu M&A-Transaktionen, den Bankbeziehungen und grundsätzlichen Investitionsentscheidungen - nahezu kein Bereich des Finanzressorts bleibt unberührt von den Brexit-Folgen.

Bremsspuren durch Pfund-Verfall

Die unmittelbarsten Konsequenzen dürften die Finanzchefs an der Währungsfront zu spüren bekommen. "Die Pfund-Abwertung hat einige Unternehmen kalt erwischt", glaubt Carsten Jäkel, Treasury-Berater und Partner bei KPMG. Seit dem Brexit-Votum hat die britische Währung 11 Prozent an Wert gegenüber dem Euro verloren. Für deutsche Exporteure ist das eine schlechte Nachricht: Wer das FX-Risiko nicht abgesichert hat, dem reißt der Pfund-Verfall jetzt eine Lücke in die Gewinn- und Verlust-Rechnungen. Im Herbst legen die Firmen ihre Zahlen für das zweite Quartal vor. So mancher CFO könnte unter Rechtfertigungsdruck geraten, wenn die Hedging-Quote im Vorfeld des Referendums nicht erhöht wurde. Denn genau dies hat Berater Jäkel bei manchen Unternehmen beobachtet: "Statt durchzurechnen, wie sich das Brexit-Szenario auf das Währungsexposure des eigenen Unternehmens auswirken würde, sind einige schlicht davon ausgegangen: Der Brexit kommt nicht." Eine "Alles-oder-nichts-Entscheidung" sei aber nicht die richtige Herangehensweise gewesen: "Vom Brexit waren massive Kursausschläge zu erwarten, eine Erhöhung der Sicherungsquote wäre daher die einzig richtige Entscheidung gewesen, da die Wahrscheinlichkeit eines Brexits durchaus gegeben war." In welchem Umfang das Hedging hochgefahren wird, hängt dann von der Risikotragfähigkeit des jeweiligen Unternehmens ab. Diese Frage kann die Treasury-Abteilung aber nicht beantworten, hier ist der Finanzvorstand gefragt: "Der Brexit zeigt einmal mehr, wie wichtig es ist, ein stringentes Währungsmanagement zu betreiben und hierbei verschiedene denkbare Szenarien zu berücksichtigen", meint Jäkel.

Gut aufgestellt ist nun, wer frühzeitig gesichert hat: Bosch-CEO Volkmar Denner ließ sich mit dem Satz zitieren, der Konzern habe die Hedging-Quote deutlich erhöht. Auch Capital Stage teilte mit, man habe sich gegen mögliche Schwankungen geschützt. Der SDax-Konzern betreibt in Großbritannien zwölf Solarparks, die für rund 7 Prozent des Konzernumsatzes stehen. Um die Pfund-Überschüsse in Euro zu drehen, haben sich die Hamburger nach eigenen Angaben einen Währungsswap bis Ende 2017 gesichert - zu einem durchschnittlichen Wechselkurs von 0,79 Pfund pro Euro. Zumindest kurzfristig ein gutes Geschäft: Bei Redaktionsschluss lag der Kurs bei 0,85 Pfund pro Euro. "Bis Ende 2017/ Anfang 2018 haben Wechselkursschwankungen dadurch keine Auswirkungen auf unsere Zahlungsströme", sagte CFO Christoph Husmann.

Die Turbulenzen beschränken sich aber nicht nur auf das Pfund, auch einige andere Wechselkurse werden heftig durchgeschüttelt: Der Euro büßt gegenüber diversen Währungen an Wert ein, der japanische Yen und der Schweizer Franken wiederum gelten als sichere Häfen und werten auf. Wer die Ruhe vor dem Sturm nicht genutzt hat, um sich kostengünstig abzusichern, muss nun kreativ werden: "Es gibt eine Reihe von exotischen Hedging-Instrumenten, die eine preiswerte Absicherung auch jetzt noch möglich machen", sagt Uwe Wystup, Gründer und Vorstand von MathFinance, einer auf Derivate und strukturierte Produkte spezialisierten Beratung. Wystup schlägt etwa statt gewöhnlicher Devisentermingeschäfte den Einsatz von sogenannten Termingeschäften mit Chancen (Forward Plus/ Extra) oder von Termingeschäften mit Zielvorgaben (Target Forward) vor. "Diese Derivate bieten attraktive Möglichkeiten, um die Absicherung zu verbilligen oder auch von den Kursschwankungen zu profitieren, ohne das Risiko unbotmäßig zu erhöhen." Viele Unternehmen schrecken vor komplex strukturierten Hedging-Geschäften zurück, wie auch Wystup einräumt. In Zeiten großer Schwankungen, in denen gewöhnliche Sicherungsgeschäfte kaum bezahlbar sind, lohnt es sich aber zumindest, über die Alternativen nachzudenken - zumal die Volatilität noch eine Weile andauern dürfte.

M&A-Deals liegen auf Eis

Auch beim Kauf und Verkauf von Unternehmen herrscht Unsicherheit. Bereits im Vorfeld des Referendums waren einige Deals auf Eis gelegt worden. Die Marktteilnehmer wollten die Abstimmung abwarten. Nun besteht die Unsicherheit fort, bis klar ist, ob Großbritannien tatsächlich den Austritt erklärt und auf welche Regelungen sich die Staaten dann einigen. An grenzüberschreitende Transaktionen mit britischen Partnern trauen sich in dieser Situation nur wenige heran: "Es werden wohl insbesondere im mittelständischen M&A-Geschäft viele Deals noch in der Warteschleife bleiben, bis die ersten Schritte geklärt sind und sich der weitere Weg klarer abzeichnet", erwartet Alexander Klemm, Managing Partner bei Clairfield International.

Sein Kollege Albert Schander hat in einer Transaktion bereits beobachtet, dass sich ein Kaufinteressent aus Großbritannien am Tag nach dem Referendum zurückgezogen hat. "Ihm war es vor dem Hintergrund der unklaren wirtschaftlichen Auswirkungen auf seinen Heimatmarkt zu heikel, die Transaktion weiter zu verfolgen", sagt Schander. Nicht nur Zukäufe in Großbritannien werden schwieriger - auch das sogenannte Outbound-Geschäft, bei dem Briten im Ausland zukaufen, ist von den Folgen des Brexits betroffen.

Bei aller Unsicherheit dürfte aber der M&A-Markt langfristig keinen großen Schaden nehmen. "Strategisch sinnvolle Transaktionen werden immer stattfinden können. Allerdings ist der Beratungsbedarf derzeit groß", sagt Alexander Hirsch, Co-Leiter der Praxisgruppe Corporate/M&A bei der Kanzlei Noerr. Deals, die bereits begonnen wurden, dürften in aller Regel vor dem Vollzug eines Brexits abgeschlossen sein - Abbrüche allein aufgrund des Referendums hat Hirsch noch nicht beobachtet. Die vereinzelt aufgeworfene Frage, ob das Referendum es einem Käufer erlaube, sich auf einen MAC zu berufen, negiert der M&A-Anwalt im Grundsatz. MAC steht für "Material Adverse Change" - vor dem Eintritt erheblicher negativer Veränderungen soll die Klausel einen Käufer in der Phase zwischen Vertragsunterzeichnung (Signing) und Vollzug (Closing) schützen. "Nach dem Referendum kommt ein Brexit nicht überraschend.

Wer gut geplant hat, konnte verschiedene Szenarien durchspielen und überlegen, wie diese sich auf die Bewertungen der Transaktion auswirken. Sollte im Einzelfall der Verbleib Großbritanniens in der EU von grundlegender Bedeutung für eine Transaktion sein, müssen dazu klare und ausdrückliche Regelungen vereinbart werden."

M&A-Anwälte werden sich mit möglichen Brexit-Folgen auch in Details beschäftigen müssen: Was passiert mit Patenten eines britischen Targets, wenn Großbritannien die EU verlässt und womöglich den EU-Patentschutz verliert? Wie steht es um den Datenschutz, wenn sich britische Serverstandorte irgendwann außerhalb der EU befinden? Noch sind diese und viele weitere Fragen ungeklärt. Anwalt Hirsch rät Mandanten trotz der offenen Punkte zur Besonnenheit: "Wie immer diese Fragen im Rahmen der Austrittsverhandlungen entschieden werden, liegt die Kunst darin, deren Auswirkungen auf die jeweilige M&A-Transaktion zu erkennen und angemessen M&A-rechtlich abzubilden." Die verbleibenden EU-Staaten könnten kein Interesse an einem unregulierten und mit erheblichen rechtlichen Unsicherheiten belasteten Brexit haben.

Bankaktien im Keller

Das gilt ebenso für die Banken, die zu den größten Verlierern eines harten Brexit-Szenarios gehören dürften. Vor allem die Aktienkurse britischer Häuser rauschten am Tag nach dem Referendum in den Keller, aber auch die Aktien der Deutschen Bank und der Commerzbank brachen innerhalb weniger Stunden um zweistellige Prozentzahlen ein. Wirklich erholt haben sich die Kurse seither nicht: Beim Redaktionsschluss notierte die Deutsche-Bank-Aktie mit 11,70 Euro auf einem Allzeittief.

Sorge um die finanzielle Stabilität der deutschen Banken müssten sich CFOs wegen des Brexits aber nicht machen, meint Walter Sinn, Deutschlandchef der Strategieberatung Bain: "Die deutschen Banken haben die Marktturbulenzen in den Tagen nach der Brexit-Entscheidung gut verdaut." Selbst mittelfristig sieht er angesichts einer drohenden Wirtschaftsflaute in Großbritannien wenig Gefahr für ihre Bücher: "Die Geschäftsaktivitäten der deutschen Banken mit britischen Privat- und Firmenkunden sind nicht besonders hoch, und das britische Pfund macht über alle deutschen Banken hinweg weniger als 1 Prozent ihres FX-Risikos aus. Insofern gibt es keinen Grund zur Sorge."

Anders ist die Lage bei den britischen Banken, für die ihr Heimatmarkt naturgemäß deutlich wichtiger ist. Die großen Ratingagenturen hatten deshalb bereits im Vorfeld des Referendums gewarnt, ein Brexit könnte die Bankratings unter Druck setzen: Die Kreditverluste könnten steigen, die Refinanzierung teurer werden. Bis zum Redaktionsschluss gab es zwar noch keine Downgrades, Moody's und S&P haben allerdings die Daumen für den Ratingausblick diverser britischer Banken gesenkt, unter anderem bei der HSBC und Barclays.

Grund zur Beunruhigung sehen Experten aber nicht: "Britische Banken haben mit 12 bis 16 Prozent hohe Eigenkapitalquoten und weisen umfangreiche sowie solide Bilanzen auf", sagt Philippe Bodereau, Portfoliomanager und Leiter des globalen Researchs zu Finanzinstituten beim Asset Manager Pimco. "Wir erkennen derzeit keine Anzeichen, dass diese scheinbare politische Krise in eine Bankenkrise ausarten könnte." CFOs sollten die Kontrahentenrisiken dennoch genau im Blick behalten.

Das gilt umso mehr, als der Brexit auch Folgen für die Firmenkundenoffensiven der britischen Banken im deutschen Markt haben könnte, glaubt Bain-Manager Sinn: "Ich sehe schon die Gefahr, dass die eine oder andere Wachstumsinitiative nicht mehr mit ganz so viel Schwung verfolgt werden wird wie zuletzt", sagt der Berater. "Klar ist: Wer wachsen will, muss mehr Kredite ausgeben, und die binden Kapital. Das könnte allerdings knapper werden, wenn der Heimatmarkt schwächelt."

Für die Auslandsbanken kommt noch eine rechtliche Komponente erschwerend hinzu: Banken, die ihre Geschäfte im Euroraum abwickeln wollen, müssen in einem EU-Land eine Lizenz besitzen. Nach einem Brexit wäre London dafür nicht mehr der richtige Ort. Die HSBC sieht sich dagegen dank ihrer Vollbanklizenz in Deutschland gut aufgestellt: "HSBC Deutschland wird den Kunden auch nach dem vollzogenen Brexit denselben Service und dieselben Produkte anbieten können wie vorher", versichert Norbert Reis, Firmenkundenchef der HSBC in Deutschland (siehe Interview auf Seite 16). Andere Institute werden dagegen aus London gesteuert, sie müssten sich nach einem Brexit möglicherweise neu aufstellen.

Negativzinsen auf dem Vormarsch

Neu aufstellen oder zumindest hinterfragen müssen CFOs auch ihre Geldanlagerichtlinie. Denn Negativzinsen sind spätestens mit dem Referendum die neue Normalität geworden. Einer Auswertung der Bank of America Merrill Lynch zufolge sind allein in der Woche nach dem Brexit-Votum zusätzliche Assets im Wert von 1 Billion US-Dollar in den negativen Renditebereich gerutscht. Insgesamt rentieren nun 11 Billionen Dollar Fixed-Income-Papiere unter null - ein Rekordwert. Eine Trendwende ist nicht in Sicht, im Gegenteil: Die Bank of England hat für den Sommer bereits eine geldpolitische Lockerung in Aussicht gestellt, und auch die EZB dürfte weiter Geld in die Märkte pumpen. Die Ratingagentur S&P rechnet damit, dass Mario Draghi noch in diesem Jahr die Zinsen ein weiteres Mal tiefer in den Keller stoßen wird, das Quantitative Easing geht ebenfalls weiter.

Das hat umgekehrt natürlich auch einen positiven Effekt: Schulden machen wird noch preiswerter. Das dürfte insbesondere für CFOs deutscher Investmentgrade-Emittenten gelten, die mit der EZB seit Anfang Juni zudem gerade einen neuen Großinvestor gewonnen haben (siehe Seite 74).

Bonitätsstarke deutsche Unternehmen könnten sogar vom Brexit profitieren: Die gestiegene Risikoaversion der Anleger spült den "sicheren Häfen" schon jetzt mehr Geld zu, während südeuropäische Unternehmen leiden. Um die Finanzierung müssen sich viele deutsche CFOs deshalb nicht sorgen, andere Baustellen sind dafür umso größer. Vor allem der Faktor Unsicherheit wird viele Finanzchefs noch eine Weile begleiten. Wie geht es in Großbritannien und der verbleibenden EU weiter? Das Problem: Keiner weiß es heute zu sagen.

desiree.backhaus@finance-magazin.de

Kasten:

Brexit

Beim Referendum am 23. Juni stimmten 51,9 Prozent der britischen Wähler für einen Brexit. Bislang hat die Regierung den EU-Austritt noch nicht formal beantragt. Premierminister David Cameron, der im September zurücktritt, will dies seinem Nachfolger überlassen. Es wird bereits spekuliert, dass der Brexit-Antrag erst im Herbst 2017 erfolgt. Für die anschließenden Austrittsverhandlungen sehen die EU-Verträge zwei Jahre vor.

MAC-Klauseln

In M&A-Verträgen können Käufer sich über "Material Adverse Change"-Klauseln dagegen absichern, dass sich bei ihrem M&A-Target zwischen Abschluss und Vollzug der Transaktion wesentliche nachteilige Änderungen ergeben. Ob der Brexit die Berufung auf MAC-Klauseln erlaubt, ist umstritten. Einige Juristen haben im Vorfeld empfohlen, entsprechende Klauseln zu formulieren. Allerdings ist es schwer nachzuweisen, dass allein der Streit um den Verbleib in der EU für Verschlechterungen beim Target verantwortlich ist.

Passporting

Diverse Banken tätigen von London aus ihre Europa-Geschäfte. Vollbanklizenzen in den anderen EU-Staaten brauchen die Banken dafür nicht. Tritt Großbritannien allerdings aus der EU aus, könnte den Banken das Recht auf das sogenannte Passporting entzogen werden. Sie müssten sich gegebenenfalls neue Standorte für ihre Europa-Zentralen suchen. Neben Frankfurt machen sich auch Paris, Luxemburg und Dublin Hoffnung, von einem Brexit zu profitieren.

Der Brexit wird eine langwierige Angelegenheit

- Die Mittelstandsampel liegt derzeit bei einem Wert von 57 Punkten, was einer geringen Verschlechterung gegenüber dem Vormonat entspricht. Das Eintreten des Brexits ist ein Ereignis, dessen Folgen sich für den deutschen Mittelstand erst mittel- und langfristig offenbaren werden. LBBW Research erwartet hinsichtlich der Rahmenbedingungen einen negativen Effekt für die Finanzierungsseite wegen der gestiegenen Marktunsicherheit. Zudem dürften sich anhaltende Rechtsunsicherheiten, erhöhte Währungsschwankungen und mögliche Zölle auch auf Kosten- und Nachfrageseite bemerkbar machen. Jedoch wird der EU-Austritt voraussichtlich eine eher langwierige Angelegenheit werden, die sich in der Ampel derzeit noch nicht nachvollziehen lässt.

Entscheidend für das aktuelle Ergebnis sind vielmehr andere Faktoren: Weiterhin entlasten in erster Linie Energie- und Rohstoffkosten den Mittelstand. Die in die Mittelstandsampel einfließenden Preisindizes fallen seit bis zu acht Jahren in Folge. Dem gegenüber scheint jedoch ein spiegelbildlicher Anstieg der Arbeitskosten zu stehen. Diese Entwicklung ist bedenklich, da sie nicht mit entsprechenden Produktivitätsanstiegen einhergeht, wie die Betrachtung der Lohnstückkosten zeigt: Dieses Konzept, das die Arbeitskosten ins Verhältnis zur Produktivität setzt, war angesichts seiner nahezu konstanten Aufwärtstendenz laut Ampellogik in den vergangenen sechs Jahren nur in Ausnahmefällen ein positiver Faktor (siehe Abbildung). Zudem offenbart ein innereuropäischer Vergleich ein bereits deutlich überdurchschnittliches deutsches Arbeitskostenniveau. Zumindest die Mehrzahl der Kostenfaktoren bleibt derzeit aber positiv für den Mittelstand.

Der Brexit ist eine Lose-Lose-Situation

- "I don't think I've ever wanted magic more." Der Spruch von Harry-Potter-Autorin Joanne K. Rowling war mit das Charmanteste, was man nach dem Ausgang des Referendums lesen konnte. Wo ist der Zauber, der dem bösen Spuk ein Ende bereiten kann? Am Tag nach der Abstimmung mochten selbst viele Gewinner nicht in Jubel ausbrechen. Inzwischen haben die wichtigsten Köpfe, die auf den Brexit hingearbeitet oder ihn wie Cameron erst möglich gemacht haben, ihren Rücktritt angekündigt.

Immer deutlicher wird: Der Brexit könnte zur Lose-Lose-Situation für Großbritannien und die EU werden. Der Finanzsektor in der Londoner City wird in Mitleidenschaft gezogen. Schon heute denken internationale Banken laut darüber nach, Mitarbeiter auf den Kontinent zu verlegen. Der Einbruch des britischen Pfunds wird unmittelbar den Konsumenten treffen - aber auch Einzelhändler und den britischen Immobilienmarkt. Die Unsicherheit, die momentan herrscht, ist zudem Gift für die Wirtschaft. Die Briten ließen sich von Lügnern überzeugen - ganz unumwunden und unmittelbar kam das bereits am Tag nach der Entscheidung ans Tageslicht. Da ruderten viele Brexit-Befürworter schon wieder zurück. Denn natürlich hatten sich die gewieften Taktierer von der Insel in den Verhandlungen um die EU-Verträge von Amsterdam und Lissabon zahlreiche Ausnahmen, sogenannte "Opt-outs", genehmigen lassen und waren dem Schengen-Regime gar nicht erst beigetreten.

Die Forschung zu politischen Einstellungen hat bereits vor vielen Jahren herausgefunden, dass die Mehrzahl der Bürger überhaupt nicht in der Lage ist, komplexe Zusammenhänge zu erschließen. Das fängt bereits bei der Informationsbeschaffung an. Für viele ist es schlicht nicht rational, sich tief mit Themen auseinanderzusetzen, die sie selbst kaum beeinflussen können. "Political Fools" nennen die Wissenschaftler die ahnungslose Wählermasse. Was spielerisch überheblich klingt, könnte ein sehr großes Risiko für die EU werden. An vielen Orten organisieren sich Euroskeptische Parteien und Gruppierungen, die wie in England Wahlen und Referenden bestimmen können, selbst wenn die Vorwürfe gegen die EU unbegründet sind. Damit steht die EU vor der größten Bewährungsprobe ihrer Geschichte.

Das Imageproblem der Union hängt sicher damit zusammen, dass sie seit Jahren nur noch mit negativen Themen in Verbindung gebracht wird: Euro-Krise, Flüchtlingskrise, Finanzkrise. Doch die EU bedeutet auch Wohlstand, Freiheit und Frieden. 70 Jahre nach Ende des Zweiten Weltkriegs scheint das viele nicht mehr zu kümmern. Man muss nur in den Nahen Osten schauen, um zu sehen, was passiert, wenn sich Staaten und Gruppierungen bis aufs Blut bekämpfen.

Die EU-Leader müssen ihre Länder wieder für die Idee der EU begeistern. Das hat Angela Merkel mit ihrer nüchternen Art bisher nicht vermocht. Die Leidenschaft, für eine Idee zu brennen, kann manchmal Berge versetzen. Das haben die Engländer bei ihrer bitteren EM-Niederlage gegen den Fußballzerg Island zu spüren bekommen. Und hier liegt auch eine Chance für Europa post Brexit: In ihrer Geschichte musste die Gemeinschaft häufig einen Schritt zurückgehen, um zwei nach vorne machen zu können.

markus.dentz@finance-magazin.de