

Aktivistische Investoren verlangen nicht nur hohe Renditen

## Abwanderung nach New York

Nicht nur an der Grenze zu Mexiko, sondern auch an der New Yorker Börse könnte es bald zu Migrationsbewegungen kommen. Die Beratungsfirma Alvarez & Marsal (A&M) soll eine Liste deutscher Unternehmen als potentielle Ziele aktivistischer Anleger zusammengestellt haben, die zur Abwanderung nach New York ermutigt werden könnten. Denn es ist eine simple Rechnung: Die 40 Dax-Unternehmen werden im Schnitt mit dem 13,9fachen des Gewinns bewertet, die im S&P 500 mit dem 24,4fachen. Würden deutsche Aktien wie amerikanische bewertet, stünden die Kurse etwa 75 Prozent höher. Der Dax läge über 32.000. Insgesamt wäre das eine Wertsteigerung um 1,2 Billionen Euro, etwa 30 Prozent der deutschen Wirtschaftsleistung.



von  
**Thomas Kirchner**

„Dax-Firmen haben hohe Wachstumsraten in Asien und den USA, werden aber zu niedrig bewertet.“

Dax-Konzerne erwirtschaften einen Großteil ihrer Umsätze und Gewinne längst außerhalb Deutschlands. Auch die Eigner sind mehrheitlich ausländisch. Dennoch sind die Konzerne an der deutschen Börse notiert und werden wie deutsche Firmen bewertet. Sie profitieren von den hohen Wachstumsraten in Asien und den USA, werden aber bewertet, als ob sie nur deutsches Wachstum erlebten. Dazu kommen speziell deutsche Eigenarten: Mitbestimmung und Organtrennung nach deutschem Aktienrecht sind für internationale Anleger Gründe für Bewertungsabschläge.

Noch ist die A&M-Liste für deutsche Firmen nur Theorie, doch es ist absehbar, daß sich das ändern wird. Die Briten haben ähnliche Probleme: Die 100 Firmen im FTSE werden mit nur dem 12,1fachen des Gewinns bewertet, also noch günstiger als die im Dax. Aber es gibt jede Menge Kapital in privaten Pensionsfonds. Die sind aber von Vorschriften zur internationalen Diversifizierung angehalten, was einer der

Gründe nicht nur für die niedrige Bewertung des FTSE, sondern der geringen Inlandsinvestitionen des vergangenen Jahrzehnts ist. Die internationale Ausrichtung ließ die Pensionsfonds besser abschneiden als den FTSE, was wiederum diese Anlageentscheidung im nachhinein rechtfertigt. Der in London notierte irische Baumaterialhersteller CRH wird vom schwedischen Aktivisten Cevian aufgefordert, seine Börsennotierung von London nach New York zu verlegen, wie auch der Lehrbuchverlag Pearson.

Cevian ist auch bei Thyssen-Krupp engagiert, was der Grund sein dürfte, weshalb die Essener auf der A&M-Liste vertreten sein sollen. Der Hedgefonds Sparta von Franck Tuil, der sich in seiner Zeit bei Elliott Associates bei deutschen Konzernen einen Namen machte, fordert die Öl- und Gasfirma John Wood Group zum Umzug nach New York auf. Tuils Erfahrung in Deutschland legt nahe, daß er mit dieser Forderung auch hierzulande hervortritt. Auch der US-Hedgefonds Third Point von Daniel Loeb soll britischen Firmen die Verlegung nach New York empfohlen haben. Viele der Angesprochenen sollen der Idee gegenüber aufgeschlossen sein. Der Chiphersteller ARM hatte bereits im vergangenen Jahr New York bei seinem Börsengang London vorgezogen. British American Tobacco ist der einzige Konzern, der eine Umsiedelung öffentlich ablehnte.

Ausschlaggebend dürften nicht nur Bewertungsfragen sein. US-Unternehmen haben mehr Flexibilität bei der Entlohnung ihrer Angestellten in Aktien und sind weniger Restriktionen bei Lieferketten und fossilen Brennstoffen ausgesetzt. Die Erwartungen an die Ampelregierung sind nicht hoch. Bleibt abzuwarten, ob die neue Labour-Regierung in London die Abwanderung aufhalten kann.

FOTO: PICTURE ALLIANCE/DPA



## Fluch des geliehenen Geldes

Von wegen Nachhaltigkeit: Der Bundeshaushalt ächzt unter den Sünden der Vergangenheit

Finanzminister Christian Lindner (FDP): Steigende Zinslasten für die wachsende Neuverschuldung und die früher aufgenommenen Schulden

ULRICH VAN SUNTUM

Man kennt ihn aus dem Fernsehen: Wenn es finanziell nicht mehr weiterging in einer Familie, kam Peter Zwegat, der Schuldenberater. Penibel stellte er auf seiner berühmten Tafel Ausgaben und Einnahmen gegenüber und kam meist zu dem Ergebnis: So wie bisher geht es nicht weiter.

Seine Fernsehkarriere endete 2015, aber in Berlin würde er jetzt dringend gebraucht. Denn eine aktuelle Studie zeigt: Auch der Bundesregierung sind die Schulden über den Kopf gewachsen. Mit knapp 2,5 Billionen Euro stehen Bund, Länder und Kommunen bereits heute in der Kreide. Das sind etwa 30.000 Euro pro Kopf der Bevölkerung. Und die Schuldenuhr tickt munter weiter: Pro Sekunde steigt der Schuldenberg um weitere 3.581 Euro, hat der Bund der Steuerzahler (BdSt) ausgerechnet.

### Von 100 Euro Steuereinnahmen zehn Euro allein schon für Zinsen

Der normale Bürger mag sich angesichts dieser Zahlen gruseln, aber die Politiker sind ganz entspannt. SPD und Grüne würden sogar am liebsten noch die grundgesetzliche Schuldenbremse (Artikel 109) loswerden, um den Bundeshaushalt 2025 finanzieren zu können. Denn da klemmt es trotz Rekord-Steuereinnahmen an allen Ecken und Enden. Die Ironie dabei: Das liegt ganz wesentlich auch an den Zinslasten für früher aufgenommene Schulden. Diese haben sich nämlich nach der Zinswende für den Bund seit 2021 verzehnfacht, von 3,85 Milliarden auf 38,5 Milliarden Euro im vergangenen Jahr.

Im laufenden Jahr werden sie mit 37 Milliarden Euro kaum geringer sein. Damit muß der Bund von 100 Euro Steuereinnahmen zehn Euro allein schon für Zinsen ausgeben, schreibt das Kölner Institut der deutschen Wirtschaft (*IW-Kurzbericht 40/24*) in seiner aktuellen Analyse. Daran sind natürlich vor allem die Sünden der Vorgängerregierungen schuld. Aber auch die Ampel hat entgegen vielen Mahnungen des Bundesrechnungshofes die verantwortungslose Haushaltspolitik nicht korrigiert, sondern beschleunigt fortgesetzt.

Zwar ist die offizielle Schuldenquote Deutschlands von knapp 65 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in den letzten Jahren konstant

geblieben. Es wurden aber noch zusätzliche Schuldenfässer geöffnet, welche in die offizielle Verschuldungsquote gar nicht eingehen. Dazu gehört zum Beispiel das Bundeswehr-Sondervermögen von 100 Milliarden Euro, für das sogar ein eigener Artikel ins Grundgesetz eingefügt wurde. Auch das neue „Generationenkapital“, mit dem Finanzminister Lindner die Renten zukunftssicherer machen will, taucht in der Schuldenstatistik nicht auf.

Dabei sind dafür weitere, rein kreditfinanzierte Bundesmittel in Höhe von zwölf Milliarden Euro im Bundeshaushalt vorgesehen. Da diese aber nicht sofort für Konsumzwecke verausgabt, sondern erst einmal in Aktienkapital angelegt werden sollen, erhöhen sie rein formal nicht den Schuldenstand des Bundes. Die Zinsen für die zu diesem Zweck aufgenommenen Finanzmittel müssen aber gleichwohl aus dem Haushalt finanziert werden, schreibt das IW zu Recht. Um so unverständlicher ist allerdings, daß die Kölner Ökonomen im gleichen Atemzug zu einem ähnlichen Trick raten: Man könne doch die Investitionszuschüsse an die Deutsche Bahn dieser künftig als Eigenkapital zur Verfügung stellen. Das wäre dann ebenfalls eine rein „finanzielle Transaktion“ und damit in der Schuldenstatistik nicht mehr sichtbar. Peter Zwegat würde sich bei solchen unseriösen Vorschlägen zweifellos die Haare raufen.

Was aber kann man sonst tun, um den Haushalt zu retten? In erster Linie sparen, meint auch

das IW. Und dafür bieten sich vor allem die Sozialausgaben an. Denn bei den Investitionen liegt Deutschland ohnehin seit Jahren international weit zurück, was mittlerweile auch die EU-Kommission moniert. Der Sozialhaushalt ist dagegen mit 46 Prozent nicht nur der mit Abstand größte Einzelposten im Bundeshaushalt, er ist laut der IW-Studie auch für mehr als ein Drittel des gesamten Ausgabenanstiegs seit 2019 verantwortlich. Das sind nicht weniger als 41 Milliarden Euro, wovon knapp die Hälfte (20 Milliarden) auf den Bundeszuschuß zur Rentenversicherung zurückzuführen sind.

### Für die Politik steht der nächste Wahltermin im Vordergrund

Hinzu kamen drei Milliarden Mehrausgaben für die Grundsicherung im Alter. Weitere sieben Milliarden entfielen auf den Etat des Bundesarbeitsministers, wozu insbesondere auch das teure Bürgergeld gehört. Damit ist offensichtlich, an welchen Stellen eingespart werden könnte und auch müßte. So ist die demotivierende und arbeitsmarktschädliche Wirkung des Bürgergelds inzwischen hinlänglich nachgewiesen und wird von kaum noch jemandem ernsthaft bestritten. Aber auch die Ausgaben für die Alterssicherung werden sich so wie bisher nicht mehr lange finanzieren lassen.

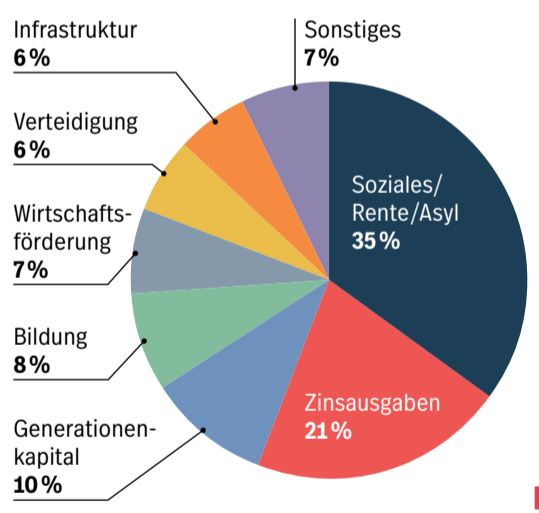
Hier klappt eine weitere Nachhaltigkeitslücke in Billionenhöhe, die in der offiziellen Schuldenstatistik nicht erfaßt wird. In der Wissenschaft besteht weitgehend Einigkeit darin, daß deswegen an einer Verlängerung der Lebensarbeitszeit kein Weg vorbeiführt. Zuletzt hat das Münchener Ifo-Institut zum wiederholten Mal darauf hingewiesen. Wie sonst auch soll das wachsende Heer der Alten von immer weniger Jungen finanziert werden, ohne daß die Rentenbeiträge ins Uferlose steigen?

Die Ampelregierung tut allerdings das Gegenteil. Gerade erst hat sie das Rentenniveau auf Dauer festgeschrieben, was allein zu Lasten der Steuer- und Beitragszahler geht. Ebensovien denkt sie an eine Korrektur der „Rente mit 63“ oder anderer Faktoren, welche die Finanzierbarkeit der künftigen Rentenlasten erschweren. Wie meistens in der Politik steht offenbar vor allem das Überstehen des nächsten Wahltermins im Vordergrund. Echte Nachhaltigkeit sähe indessen anders aus.

Prof. Dr. Ulrich van Suntum lehrte von 1995 bis 2020 VWL an der Wilhelms-Universität Münster.  
► [www.iwkoeln.de/studien.html](http://www.iwkoeln.de/studien.html)

### Mehrausgaben in den Bundeshaushalten 2019–2024

in Höhe von 120 Milliarden Euro nach Bereichen



GRAFIK: QUELLE: BWI FINANZEN

Warum die Kapitalmärkte nach der Frankreich-Wahl ruhig blieben

## Pariser Überraschungen

Von Dirk Meyer

Das bei der Parlamentswahl in Frankreich erfolgreiche Linksbündnis Neue Volksfront (NFP) hat viel versprochen: Preissperren/Subventionen bei Lebensmitteln, Energie und Kraftstoffen, Wiedereinführung der Vermögensteuer, höhere Erbschaftsteuer, 1.600 Euro netto Mindestlohn und eine Rückkehr zur Rente mit 60. Das würde die Verschuldung bis 2027 um weitere 150 Milliarden Euro steigen lassen – bei einer Staatsverschuldung von über 3,1 Billionen Euro. Das sind etwa 111 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Das Staatsdefizit überschritt 2023 mit 5,5 Prozent des BIP die erlaubte Drei-Prozent-Marke.

Im Juni leitete die EU-Kommission ein Defizitverfahren gegen Frankreich und sechs weitere EU-Länder ein (JF 27/24). Zugleich stufte die Rating-Agentur S&P die zweitgrößte Volkswirtschaft der EU von AA auf AA- herab. Auch deshalb stiegen die Zinsen französischen Staatsanleihen leicht auf 3,2 Prozent und der Risikoaufschlag zu deutschen Staatsanleihen in der Spitze auf 0,8 Prozentpunkte – dennoch unterblieb am 8. Juli der Sturm auf dem Kapitalmarkt. Zum einen gab es bislang 195 Überschreitungen der Drei-Prozent-Defizitgrenze

(etwa Griechenland 18mal, Portugal 16mal, Frankreich 15mal). Davon waren 75 wegen schwerer Rezession erlaubt. Nie gab es hingegen eine mögliche Strafzahlung – der Fiskalpakt ist ein zahnloser Tiger. Zudem wird die EU eine Staateninsolvenz eines so wichtigen Landes niemals zulassen. Mit ihrem neuen, bislang nicht aktivierten Anleihekaufprogramm TPI dürfte die EZB die Pariser Staatsschulden im Krisenfall ankaufen. Alternativ könnten neue EU-Gemeinschaftsschulden (Eurobonds) ähnlich dem 750-Milliarden-Programm Next Generation EU (NGEU) aufgelegt werden.

Dies würde zwar einen Verstoß der EU-Statuten gegen das Verbot der monetären Staatsverschuldung (Art. 123) und das Nichtbestandsverbot (Art. 125) darstellen – doch „weil es Frankreich ist“, so EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker 2016, wäre es wohl durchsetzbar. In der ARD brachte AfD-Chef Tino Chrupalla daher die Aufspaltung der Eurozone in einen Nord- und Süd-Euro ins Gespräch. Angesichts von deutschen Target-Forderungen von 1,1 Milliarden Euro erscheint das unrealistisch, aber es zeigt eines: Deutschland ist angesichts der Austrittskosten hochgradig erpreßbar.

Die JF stellt ein

# Wir haben viel vor. Mit Ihnen.

[jf.de/stellenangebote](http://jf.de/stellenangebote)

Chance nutzen – jetzt bewerben

Arbeiten Sie in einer der spannendsten Redaktionen der Hauptstadt. Was Sie erwartet? Interessante Aufgaben und Kollegen. Wir freuen uns auf Ihre Bewerbung.

### WIR SUCHEN AB SOFORT

- Redakteur/-in für Print und Online
- Werkstudent/-in Marketing & Kommunikation

Weitere Informationen unter: [jf.de/stellenangebote](http://jf.de/stellenangebote)  
Telefonische Rückfragen unter: 030-86 4953 - 28



**JUNGE FREIHEIT**  
FÜR ALLE, DIE ES WISSEN WOLLEN.