

Neue Zürcher Zeitung

TUI und der fatale Hang zur Grösse; Aktionäre warten seit Jahren vergeblich auf Wertsteigerungen

cei. Frankfurt, Ende Dezember
1,114 Wörter
28 Dezember 2006
Neue Zürcher Zeitung
2

Deutsch

Besuchen Sie die Website der führenden Schweizer Internationalen Tageszeitung unter

Die deutsche **TUI** ist unter Michael Frenzel zum grössten Touristikonzern Europas geworden. Von diesem Wachstum hatten die Aktionäre aber nichts. Die Erlöse aus zahlreichen Verkäufen wurden in überbeuerte Akquisitionen gesteckt - lautet das Fazit einer Fallstudie.

Der deutsche Touristikonzern **TUI** hat unlängst die Anleger erneut in Schrecken versetzt: Nicht nur wurde die Dividende für das laufende Jahr gestrichen, der Konzern musste auch die mittelfristigen Ertragsperspektiven zurücknehmen; 3600 Stellen sollen abgebaut werden, wobei es vor allem die Gesellschaften in Frankreich und Grossbritannien trifft. Dabei galt doch das britische, stark auf das Internet ausgerichtete Geschäftsmodell bis anhin als besonders zukunftsträchtig.

Der enttäuschende Ausblick reiht sich nahtlos in die jüngere Firmengeschichte ein. In den vergangenen zehn Jahren ist es dem Konzern unter Michael Frenzel nicht gelungen, die zahlreichen Übernahmen gewinnbringend zu integrieren. Der Firmenwert von **TUI** liegt mit 3,9Mrd.€ praktisch auf dem Niveau vom Juni 1997, als der Konzern sich anschickte, durch milliardenschwere Transaktionen zum grössten Touristikonzern Europas zu werden. Die Ökonomen Ingolf Dittmann (Erasmus-Universität Rotterdam), Ernst Maug und Christoph Schneider (beide Universität Mannheim) haben die Entwicklung von **TUI** untersucht, seit 1994 Michael Frenzel das Zepter übernommen hat.* Ihr Fazit ist wenig schmeichelhaft: **TUI** hätte seinen Aktionären einen grossen Gefallen getan, wäre das Geld, das aus den Desinvestitionen eingenommen wurde, an die Eigner ausgeschüttet worden. Stattdessen sei die Liquidität in überbeuerte Akquisitionen gesteckt worden, die sich nie ausbezahlt hätten, urteilen die Forscher. Es entbehrt dabei nicht der Ironie, dass etwa der Marktwert der ehemaligen Tochter Salzgitter heute um die Hälfte höher liegt als derjenige von **TUI**.

Vermeintlich positiver Strategiewechsel

Die Geschichte von **TUI** lässt sich seit dem Amtsantritt von Michael Frenzel in drei Phasen unterteilen. Von 1994 bis Mitte 1997 wurden nicht profitable Geschäftsbereiche verkauft und gewinnversprechende gestärkt. Damals erzielte das noch als Preussag firmierende Unternehmen 90% des Umsatzes im Schiffbau, in der Erdölförderung und -exploration, in der Stahlerzeugung oder im Metallhandel. Allerdings blieben bereits in dieser Phase die finanziellen Erfolge aus: Regelmässig überraschte **TUI** die Märkte mit Nachrichten über den Geschäftsgang, die schlechter waren als erwartet, wie die drei Forscher belegen. Entsprechend blieb die Entwicklung des Aktienkurses der damaligen Preussag um einen Fünftel hinter derjenigen des deutschen Aktienmarktes, aber auch eines Branchenindex zurück.

Die zweite Phase wurde mit der Offerte für die Reederei Hapag-Lloyd eingeläutet. Sie bildete den Startschuss zur Umwandlung in einen Konzern, der sich auf die beiden Standbeine Touristik und Logistik konzentrierte. So besass Hapag-Lloyd auch 30% am Reiseveranstalter **TUI**, der später ganz übernommen wurde und dann dem Gesamtkonzern den Namen gab. In diese Zeitspanne, die mit den Terroranschlägen in den USA im September 2001 endet, fallen grosse Übernahmen wie diejenige der Thomson Travel Group in Grossbritannien oder von Nouvelles Frontières in Frankreich. Um das Geld für diese Akquisitionen aufzubringen, wurden 15 Geschäftszweige und Tochterfirmen verkauft.

Anschläge taugen nicht als Ausrede

Auf den ersten Blick fällt die Bilanz dieser Phase für **TUI** günstig aus, schlug sich die Aktie doch um ein Viertel besser als der Gesamtmarkt und die Branche. Damit spendeten die Anleger jedoch nur vermeintlich der neuen Strategie Applaus. Die Wissenschaftler haben die Reaktion des Aktienmarktes auf Neuigkeiten über Firmenverkäufe und Akquisitionen gesondert ausgewertet. Dabei zeigt sich, dass am Aktienmarkt nur Erstere Kursavancen auslösten. **TUI** konnte für seine Desinvestitionen offenbar gute Preise erzielen. Dagegen wurden die Käufe von Touristikfirmen meist mit Abschlüssen quittiert. Dies gilt etwa für die Übernahme der Thomson Travel Group, bei der sich **TUI** mit dem deutschen Konkurrenten Condor & Neckermann ein Bietergefecht leistete. Die britische Gesellschaft wurde schliesslich zu einem Preis akquiriert, der doppelt so hoch war wie vor den Übernahmerüchten.

In der letzten Phase, die von den Terroranschlägen 2001 in den USA bis Ende 2004 reichte, verlor der Konzern gegenüber dem deutschen Aktienmarkt rund 50%. Das schlechte Abschneiden kann das Management nicht einfach den Anschlägen, dem Krieg im Irak oder der Lungenkrankheit Sars zuschreiben. Jedenfalls finden sich in der Analyse dafür keine Hinweise. Die Führung muss sich vielmehr selbst an der Nase nehmen, da sich die **TUI**-Aktie im Vergleich mit der Branche sogar um 80% ungünstiger entwickelte. Dahinter könnte etwa die Erkenntnis stecken, dass sich in der Touristik nur bedingt Grössenvorteile realisieren lassen und deshalb das Attribut «grösster Touristikonzern» wenig zählt. Zudem hat das Konzept der «integrierten Touristikfirma», welche die ganze Wertschöpfungskette vom Reisebüro über den Flug bis zur Unterkunft abdeckt, an Glanz eingebüsst, seit die Pauschalreise Marktanteile verliert und die Konsumenten immer kurzfristiger buchen.

Die WestLB als bestimmender Aktionär

Die damalige Preussag hatte in eine für sie neue Branche investiert und - so legt es die Studie nahe - prompt zu viel für die Objekte des Begehrens bezahlt (vgl. Kasten). Firmen, die über keine guten Investitionsmöglichkeiten verfügen, aber durch Verkäufe von Geschäftseinheiten viel Liquidität haben, sind deshalb gut beraten, Geld an ihre Aktionäre auszuschütten. Von der zunehmenden Firmengrösse haben denn auch nur die Vorstände profitiert, die 2005 im Schnitt 2,2 Mio.€ erhielten - zehn Jahre zuvor waren es 526000€ gewesen.

Man muss sich fragen, weshalb dem Management um Frenzel während zehn Jahren so wenig Opposition erwuchs. Die Autoren vermuten dahinter den prägenden Einfluss der Westdeutschen Landesbank (WestLB), die bis im Dezember 2004 fast ein Drittel des Aktienkapitals besass. Frenzel war seinerzeit von der WestLB gekommen, und sein Mentor, WestLB-Chef Friedel Neuber, präsierte bis zu seinem Tod im Oktober 2004 den **TUI**-Aufsichtsrat. Das Vorstossen der damaligen Preussag in den Tourismus hatte es der WestLB erlaubt, mehrere Beteiligungen in diesem Bereich unter einem Dach zu vereinen. **TUI** war damit auch ein Vehikel, mit dem die WestLB unter Neuber ihre strategischen Pläne umsetzen konnte. Eine Rolle könnte auch gespielt haben, dass sich die WestLB in öffentlichem Besitz befindet und damit die Orientierung am Shareholder Value weniger ausgeprägt ist als bei einem «normalen» Investor.

Keine «Erntephase» in Sicht

Seit zwei Jahren ist der dominierende Aktionär nun verschwunden. Frenzel konnte sich trotzdem im Sattel halten. Die Gesellschaft will nun durch Verkäufe von Vermögenswerten rund 1Mrd.€ einnehmen. Hellhörig macht, dass diese Liquidität erneut nicht an die Aktionäre ausgeschüttet wird. Vielmehr sollen damit Schulden zurückbezahlt werden. Dies schafft zugleich finanziellen Spielraum für den geplanten Ausbau des Kreuzfahrten- und Hotelgeschäfts. Mit Vorschusslorbeeren kann Frenzel dabei nicht rechnen, zumal die Geschäfte auch in der Container-Schifffahrt, dem zweiten Standbein von **TUI**, nicht rund laufen. Die Reederei CP Ships wurde im vergangenen Jahr zu einem Zeitpunkt übernommen, als die Frachtraten einen Höhepunkt erreichten. Auch in dieser Sparte hat das Unternehmen die mittelfristigen Gewinnerwartungen reduziert. Von einer «Erntephase» kann bei **TUI** somit weiterhin nicht die Rede sein.

*Dittmann, I., Maug, E., und Ch. Schneider (2006): How Preussag became **TUI**: Kissing too many toads can make you a toad. Erscheint in: Financial Management.

Dokument NEUZZ00020061228e2cs0001w