

Gegen die Wand

Der Skandal um manipulierte Dieselfahrzeuge verdunkelt die Zukunft von Volkswagen. Was Anleger nun tun sollten – und welche Aktien die **Gewinner der Krise** sind VON OLIVER RISTAU

Dieselfahrzeuge auf der Überholspur – das ist mit dem VW-Abgasskandal erst einmal vorbei. In den vergangenen Jahren hatte der einst schwerfällige Motor in Sachen Spritzigkeit gegenüber dem Benziner einen Siegeszug sondergleichen hingelegt. Sein Anteil an den Neuzulassungen stieg laut Kraftfahrt-Bundesamt seit Ende der 90er-Jahre in Deutschland von 30 auf 50 Prozent. Doch mit dem VW-Betrug ist der Aufschwung am Ende. „Benziner werden nun wieder Marktanteile gewinnen“, sagt der unabhängige Automobilexperte Axel Friedrich, der Umweltverbände, Politik und Industrie berät.

Volkswagen-Modelle hatten entscheidenden Anteil am Dieselaufschwung der Vergangenheit. Doch die Trickserien mit den Abgaswerten machen klar, dass die Technologie der Selbstzünder einen entscheidenden Nachteil hat. „Grundsätzlich kann ein Diesel genauso sauber sein wie ein Benziner. Das ist nur eine Frage der Technik“, sagt Friedrich. Doch der Aufwand dafür ist hoch. Neben Par-

tikelfiltern müssen spezielle Katalysatoren eingesetzt werden, die den Stickstoff herausfiltern – eine teure Sache. „Bei kleinen Fahrzeugen ist das wirtschaftlich kaum darstellbar.“ Sprich: ohne Manipulation der Abgaswerte rechnen sich Dieselmotoren bei Polo und Co kaum.

In der Folge könnten die Selbstzünder in solchen Märkten auf das Abstellgleis geraten, in denen die Dieseltechnologie schon jetzt nur eine kleine Nische besetzt, schätzt die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PriceWaterhouseCoopers (PWC). Etwa in den USA, wo auch der VW-Skandal seinen Anfang nahm. Das trübe nicht nur VW, sondern alle Autobauer, die auf Dieseltechnologie setzen – etwa deutsche und französische Konzerne und weniger die Konkurrenz aus Asien oder den USA. Profitieren könnten die günstigen koreanischen Hersteller Hyundai und Kia, die im US-Markt bisher kaum relevant sind. Speziell Hyundai könnte VW Marktanteile streitig machen – besonders in Schwellenländern.

Weiterer Vorteil für die asiatischen Autobauer: Nach der Entzauberung von

„clean diesel“, wie VW in den USA warb, dürften Alternativen, insbesondere die Hybridtechnologie, Auftrieb erhalten. Sie kombiniert einen Elektro- mit einem Verbrennungsmotor – eine Öko-Alternative vor allem für die Stadt.

Hier ist Toyota Marktführer, hatte als Erster ein Hybrid-Serienfahrzeug im Angebot. Probleme gab es zwar auch für den weltgrößten Autobauer immer wieder. Zuletzt ging es um defekte Airbags und tausendfache Rückrufe. Doch das verblasst angesichts des Totalschadens beim VW-Diesel. Der Angriff der Wolfsburger auf die Poleposition Toyotas hat sich damit erst einmal erledigt.

Die deutschen Autobauer – schon vor Aufdeckung der Trickserien kaum als Öko-Vorreiter bekannt – könnten nun noch weiter ins Hintertreffen geraten. Da hilft es kaum, dass in Europa etwa BMW und Renault bei Elektroantrieben aufs Tempo drücken. Denn die Elektromobilität werde erst langfristig zu einer Alternative, schätzt Friedrich: „Elektrofahrzeuge sind sehr teuer. Die können sich viele Autofahrer noch nicht leisten.“ →

Fahrzeugbauer Wenn VW weniger Fahrzeuge verkauft, freuen sich die Konkurrenten. Aber auch die Konzerntochter MAN und die Anleihen des größten deutschen Autobauers bieten eine attraktive Investmentmöglichkeit

Aktien									
Name	ISIN	Kurs in €	52-Wochen Hoch in €	52-Wochen Tief in €	KGW 2016*	KBV ²	Dividendenrendite in %	Börsenwert in Mrd. €	Bemerkung
Daimler	DE0007100000	71,64	96,07	55,10	8,1	1,5	3,40	78,6	Der direkte Konkurrent von Audi hat derzeit einen Lauf
Hyundai	USY384721251	40,26	53,74	32,29	5,9	0,6	0,64	27,0	Profitiert in den USA und in den Schwellenländern
MAN	DE0005937007	93,16	99,26	88,71	48,6	2,4	3,31	13,7	Garantierter VW-Barausgleich bietet sichere Rendite
Toyota	JP3633400001	53,87	69,20	41,64	9,3	1,3	1,74	187,6	Größter Autobauer der Welt bietet alternative Antriebe

Anleihen									
Name	ISIN	Kurs in %	Kupon in %	Rating S&P	Laufzeit bis	Rendite in %	Stückelung	Währung	Bemerkung
Volkswagen	XS0168881760	108,58	5,375	A-	22.05.18	1,96	1000	Euro	Bis Ende der Laufzeit sollte VW liquide bleiben
Volkswagen	XS1017618783	97,08	2,625	A-	22.07.19	3,48	1000	GBP	Profitiert von einer Aufwertung des britischen Pfund
Volkswagen	XS1048428442	88,86	4,625 ³	BBB	24.03.26 ⁴	6,12 ⁵	1000	Euro	Nachrangige Anleihe, eignet sich für spekulative Anleger

Stichtag: 13.10.2015; *erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis: Je niedriger der Wert, desto günstiger ist die Aktie bewertet; ²Kurs-Buch-Verhältnis: Werte unter 1 gelten als sehr günstig; ³bis zum ersten möglichen Kündigungstermin, danach variabel; ⁴erst möglicher Kündigungstermin, ⁵bis zum ersten möglichen Kündigungstermin. Quelle: Bloomberg, Börse Stuttgart, Euro



Crashtest: Auf dem Prüfstand sind Unfälle durchaus gewollt – bei VW hat es nun auch ganz real gekracht

BILD: IHS INSURANCE INSTITUTE FOR HIGHWAY SAFETY

ten“. Der jüngst präsentierte Elektro-SUV von Tesla kostet zum Beispiel mehr als 120 000 Euro. Erst in ein paar Jahren will der US-Anbieter mit einem massentauglichen E-Auto auf den Markt. Die Erfolgsaussichten für die Elektromobilität und für die Firma aus Palo Alto haben sich dank des VW-Skandals sicher verbessert. Noch muss Tesla aber den Beweis erbringen, auch Geld verdienen zu können. An der Börse ist die Firma bereits sehr teuer.

Unkalkulierbare Lage. Ob das aktuell für den Volkswagen-Konzern noch gilt, der an der Börse erheblich an Wert verloren hat, ist kaum seriös abzuschätzen. Trotz des Rückgangs bieten die VW-Aktien derzeit alles andere als positive Fantasie. Denn drohende Milliardenklagen in den USA und schwer zu kalkulierende Folgekosten lasten auf der Finanzlage und damit auf Bilanz und Wert der Firma. Es geht dabei über die Frage hinaus, ob der Konzern im laufenden Jahr in die roten Zahlen fährt. Die gesamten Finanzreserven stehen im Blickpunkt. Auf den ersten Blick sind sie üppig: Zum Ende des ersten Halbjahres wies der Bereich Automobil eine Nettoliquidität von 21,5 Milliarden Euro aus. Das ist der Betrag, den VW recht schnell locker machen kann, um Verpflichtungen zu bedienen. Der zweite Blick auf das gleiche Rechenwerk zeigt aber auch Risiken. Denn VW ist nicht nur ein Autobauer, sondern auch ein Finanzdienstleister. Das Unternehmen leiht Käufern im großen Stil Geld, damit diese Autos leasen und kaufen. Zum ersten Halbjahr summierten sich diese Forderungen auf 121 Milliarden Euro. Die Kredite sind wegen des Skandals zwar nicht von Ausfällen bedroht.

Abgestürzt Die VW-Aktie hat durch den Skandal massiv an Wert verloren



Doch im Fall der Fälle steht diese Liquidität nicht zur Verfügung. Und ob die Rückzahlungsmoral der Kreditnehmer nicht leidet, wenn immer mehr Fahrzeuge zurückgerufen werden und der Konzern in Schieflage gerät, ist noch nicht abzusehen.

Käme es hart auf hart, müsste VW die Dividende streichen, eine Kapitalerhöhung durchführen – was aktuelle Aktionäre wegen der Verwässerung kritisch sehen dürften – oder ans Eingemachte ran, also an die Töchter. Die könnten Liquidität einspielen, etwa indem VW Pakete bestehender börsennotierter Aktiengesellschaften wie Audi verkauft oder bisher nicht börsennotierte Marken wie Seat für den Kapitalmarkt öffnet.

Insgesamt hat VW viele Möglichkeiten, um nicht in die Pleite zu rutschen. Zwar geht dies zulasten der Aktionäre, da jede mögliche Maßnahme auf den Aktienkurs drückt. Für Anleihegläubiger aber würde es nur dann richtig brenzlich, wenn VW Richtung Zahlungsunfähigkeit marschiert und seine Anleihen nicht mehr bedienen könnte. Ein solches Szenario ist derzeit aber nicht in Sicht (siehe auch Musterdepot Seite 99).

Zu den Perlen im Portfolio des VW-Konzerns zählte bisher die margenstarke Nobelmarke Audi, an der VW mit 99,5 Prozent beteiligt ist. Doch der Abgasskandal sorgt auch bei den Ingolstädtern für Kratzer im Lack. Zum einen, weil sie selbst von den Manipulationen betroffen sind. Zum anderen, weil die Dividende bedroht ist, die Audi-Aktien bisher attraktiv machte. Denn eine Ausschüttung – zuletzt 4,80 Euro je Aktie – gibt es nur, wenn auch an VW-Stammaktionäre eine Dividende fließt. Zudem droht den Nobelschlitten harte Konkurrenz: Vor allem Daimler fährt mit seiner Hauptmarke Mercedes-Benz derzeit auf der Überholspur und feiert Verkaufserfolge.

Besser sieht es bei der VW-Nobeltöchter Porsche aus: Der renommierte Sportwagen- und Oberklassenbauer ist eine der ertragsstärksten Marken im VW-Verband und – derzeit noch wichtiger – er ist vom Dieselskandal nicht betroffen.

Übrigens: Die börsennotierte Porsche Holding hat mit VW nur mittelbar zu tun. Sie ist eine reine Beteiligungsgesellschaft, der mehr als 50 Prozent der VW-Stammaktien gehören. Die Porsche Holding versucht zudem, sich unabhängiger von VW zu machen, investiert in Branchentechnologie-Unternehmen. Die Erträge bestehen aber noch immer zum großen Teil aus VW-Dividenden. Ob diese für 2015 überhaupt fließen, ist ungewiss. Damit ist die Porsche-Aktie aktuell auch nicht gerade aussichtsreich.

Doch zurück zum VW-Konzern: Die Krise der Mutter tangiert den Nutzfahrzeughersteller MAN kaum, dafür die schleppende Konjunktur. Während das Lkw-Geschäft in Europa zuletzt anzog, schwächte es sich in Schwellenländern wie Brasilien ab. Die Aussichten sind al-

so durchwachsen. Für die MAN-Aktie spricht jedoch der garantierte Barausgleich von 3,07 Euro je Anteilschein, der laut Beherrschungsvertrag mit VW jährlich fällig wird – unabhängig von der VW-Ertragslage. Die Wolfsburger sind mit 75,3 Prozent an MAN beteiligt.

Attraktive Zulieferer. Die Krise von VW könnte für die Luft in den Städten etwas Gutes haben. Denn laut der Europäischen Umweltagentur in Kopenhagen sind die Belastungen mit den Dieselschadstoffen Feinstaub und Stickoxide in vielen Staaten – darunter Deutschland – zu hoch. Die EU-Kommission hat deshalb die Regierung in Berlin bereits abgemahnt. Der Skandal könnte nun dazu führen, dass Technologien wie Rußfilter nicht nur bei Pkw, sondern etwa auch bei Baumaschinen Pflicht werden.

Davon sollten Hersteller von Partikelfiltern profitieren. Zu den bekanntesten zählt Twintec aus Königswinter. Die Firma hofft auf einen Schub durch den VW-Skandal und auf eine Verschärfung der Abgasnormen weltweit – etwa in China, wo Twintec-Produkte bereits zugelassen sind. Jedoch würde ein Rückgang der Diesel-Pkw-Nachfrage auch dem eigenen Katalysatorgeschäft schaden. Im laufenden Jahr drohen wegen Verzögerungen und Übernahmekosten erst einmal weitere Verluste. Erst 2016 soll es laut Management wieder aufwärtsgehen. Immerhin: eine Kapitalerhöhung hat jüngst die Finanzbasis der Firma gestärkt.

Auch der US-Konzern Donaldsen bietet Filter und Entstaubungskomponenten an und könnte daher längerfristig von einer strengeren Regulierung profitieren. Dies könnte den absehbaren Rückgang des – nicht sehr großen – Zulieferergeschäfts mit VW kompensieren.

An VW hängen viele Tausend Zulieferer, für manche sind die Wolfsburger der Motor des Geschäfts. Wie für den Komponentenlieferanten SHS, der 2014 über 40 Prozent seines Umsatzes mit VW generierte. Beim Sitzhersteller Grammer waren es mehr als 20 Prozent. Zwar ist VW auch für Continental ein wichtiger Abnehmer. Doch Continental könnte vom Trend zu strengeren Emissionen zu mindest langfristig profitieren und etwa-

ige Einbußen dadurch überkompensieren. So produzieren die Hannoveraner intelligente Elektronik und Komponenten, die helfen, Sprit und Emissionen zu senken, und von den Autobauern zunehmend nachgefragt werden. Das Reifen-geschäft (siehe Seite 90) bildet zudem ein profitables zweites Standbein.

Antriebskomponenten werden auch künftig gefragt sein. Gut für Anbieter, die heute schon auf die Antriebe der Zukunft setzen. So hat Zulieferer ElringKlinger neben dem klassischen Ausrüstungsgeschäft auch Brennstoffzellen im Angebot, liefert Abgastechnik und Kompo-

ponenten für in E-Autos eingesetzte Lithium-Ionen-Batterien. Bisher lief das E-Mobility-Geschäft schleppend. Das dürfte sich ändern. Interessant: Die Firma hat derzeit so viele Aufträge, dass sie diese nur unter Sonderkosten erledigen kann.

Ebenfalls auf den Zukunftsmarkt E-Mobilität setzt der Schweizer Schraubenspezialist Bossard. Der hat 2014 mit Tesla einen Dreijahresvertrag zur Lieferung von Verbindungselementen abgeschlossen. Um vom erwarteten E-Boom zu profitieren, hat die Firma aus Zug nahe der Tesla-Fabrik in Kalifornien eigens ein Distributionszentrum aufgebaut.

SCHADENERSATZ FÜR ANLEGER

Die Klagefrist für VW-Aktionäre läuft

Im Zuge des VW-Skandals haben Anlegeranwälte Anfang Oktober für VW-Aktionäre erste Klagen eingereicht. Sie machen Schadenersatz nach dem Wertpapierhandelsgesetz geltend. Die Betroffenen streben ein Kapitalanleger-Musterverfahren an. Voraussetzung dafür sind mindestens zehn gleichgerichtete Klagen von VW-Aktionären. Dabei wird ein Musterkläger für ein Verfahren vor dem Oberlandesgericht Braunschweig bestimmt. Inhaltlich geht es um den Vorwurf unterlassener Ad-hoc-Mitteilungen: VW hat zugegeben, Abgaswerte in den USA seit 2009 mithilfe verbotener Software manipuliert zu haben. Zudem ermitteln US-Umweltbehörden in dieser Affäre bereits seit dem Frühjahr 2014 gegen den Autohersteller. „Der VW-Konzern hätte über die Ermittlungen und die daraus folgenden finanziellen Risiken frühzeitig informieren müssen“, moniert Rechtsanwalt Tilp. Nach seiner Auffassung haben Anleger, die seit 6. Juni 2008 VW-Papiere gekauft haben, Anspruch auf Schadenersatz. Darunter fallen Stamm- und Vorzugsaktien von VW und Porsche, Derivate, Zertifikate, Optionen und Anleihen. „Nicht relevant ist, ob die Papiere am 17. Sep-



Im Namen der Kleinanleger: Anwalt Andreas Tilp reichte bereits Klage ein

tember noch gehalten wurden oder bereits verkauft waren“, sagt Anwalt Tilp, der bereits eine Vielzahl von Mandanten für seine VW-Klage akquiriert hat. Ulrich Hocker, Präsident der Deutschen Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW) rät Betroffenen dagegen, erst den Abschluss der Bafin-Ermittlungen gegen VW abzuwarten. Die Verjährungsfrist für Schadenersatzansprüche läuft in der Regel ein Jahr, und zwar von dem Zeitpunkt an, an dem Anleger von den Problemen erfahren haben. Bei unterlassenen Ad-hoc-Mitteilungen sind es drei Jahre. Wer sichergehen will, sollte bis 18. September 2016 Klage einreichen, also innerhalb eines Jahres, nachdem der VW-Skandal öffentlich bekannt wurde. rull

Zulieferer Diese fünf Autozulieferer haben das Potenzial von der VW-Krise zu profitieren. Die Aktien sind an den deutschen Börsen handelbar, sie sind aber zum Teil nicht sehr liquide – eine Order sollte daher immer mit einem Limit versehen werden

Name	ISIN	Kurs in €	52-Wochen Hoch in €	52-Wochen Tief in €	KGW 2016 ¹	KBV ²	Dividendenrendite in %	Börsenwert in Mrd. €	Bemerkung
Bossard	CH0238627142	84,60	114,20	73,01	11,8	4,8	3,23	0,6	Die Schweizer setzen mit ihrem Kunden Tesla auf E-Autos
Continental	DE0005439004	200,12	234,25	136,85	12,8	3,1	1,66	39,5	Positive Effekte wegen effizienter Autoelektronik
Donaldson	US2576511099	25,82	35,90	22,50	18,6	5,2	2,32	3,5	US-Filter spezialisiert profitiert vom Run auf Abgasreinigung
ElringKlinger	DE0007856023	19,00	32,28	16,55	10,9	1,5	2,94	1,3	Hohe Auslastung und E-Mobilität sorgen für Fantasie
Twintec	DE000A0LSAT7	1,02	1,23	0,80	negativ	2,7	0,00	0,04	Filterspezialist könnte nun endlich zünden, sehr spekulativ

Stichtag: 13.10.2015; ¹ erwartetes Kurs-Gewinn-Verhältnis: Je niedriger, desto günstiger ist die Aktie bewertet; ² Kurs-Buch-Verhältnis: Wert unter 1 gilt als sehr günstig; Quelle: Bloomberg, Euro

BILD: MICHAEL TILP/TILP RECHTSANWÄLTE