

INTERVIEW MIT STEPHAN STURM

# Fresenius setzt in der Finanzierung weiterhin auf Fremdkapital

Der Finanzchef über den Charme eines relativ hohen Verschuldungsgrades, die Abschaffung der Vorzugsaktie und die Sicherung von Forderungen in der Krise

Börsen-Zeitung, 8.5.2010

Herr Sturm, wenige deutsche Unternehmen sind so sehr international verankert wie Fresenius. Bereiten Ihnen die Unsicherheit in der Eurozone und die Euro-Schwäche schon schlaflose Nächte?

Schlaflose Nächte sicher nicht. Wir sind in der Gruppe in der Tat global aufgestellt und erzielen jeweils rund 43% der Erlöse in Nordamerika und Europa. Damit haben wir einen sehr guten Hedge zwischen Dollar- und Euroraum, wir sind ausgesprochen gut diversifiziert.

Dennoch werden Sie von den aktuellen Währungsverschiebungen getroffen?

Nicht wesentlich. Denn zum einen produzieren wir ganz überwiegend in den Märkten, in denen wir auch verkaufen. Deshalb fallen Kosten

Welches Forderungsvolumen hätten Sie gerne gesichert?

Unsere Griechenland-Forderungen umfassen einen mittleren zweistelligen Millionenbetrag. Ich gehe davon aus, dass der gezahlt wird. Gerade die nun von der EU zugesagten Mittel sollten vorrangig dazu verwendet werden, Lieferantenforderungen zu begleichen.

Zurück zu Fresenius in Deutschland, das Unternehmen schafft die Vorzugsaktien ab, wandelt sich zur KGaA und sorgt für mehr Flexibilität beim externen Wachstum – wann soll die Akquisitionstour losgehen?

Größere finanzielle Flexibilität ist nur eines von mehreren Motiven. Und mit Sicherheit nicht das wichtigste.

Sondern?

Am wichtigsten ist uns, die Komplexität zu reduzieren und die Liquidität in unserer Aktie zu erhöhen. Auf längere Sicht ist es sicher auch von Vorteil, den Zugang zum Aktienkapitalmarkt zu verbessern. Aber es ist keine große Akquisition geplant. Und deshalb haben wir auch nicht vor, den Kapitalmarkt in Anspruch zu nehmen. Unsere Aktionäre können auch sicher sein, dass wir keine Kapitalerhöhung durchführen würden, um unseren Verschuldungsgrad zu verringern. Das ist nicht nötig. Und die Ergebnisverwässerung wäre auch nicht zu rechtfertigen.

Wie ist die Reaktion der internationalen Investoren auf den Rechtsformwandel und Aktien-tausch?

Fast ausschließlich positiv. Die Reaktion kann man mit dem Wort „endlich“ zusammenfassen. Seit wir diese Schritte bei Fresenius Medical Care umgesetzt haben, gab es immer

Fresenius. Und keine andere Einnahmequelle als unsere Dividende. Die wächst zwar mit schöner Regelmäßigkeit, aber wir sind nicht unbedingt als Dividendentitel bekannt.

Der Spielraum, Kapitalerhöhungen zu begleiten, ist also begrenzt...

Richtig. Fresenius ist aber in sich konsolidierenden Branchen tätig. Und auch wenn wir keine unmittelbaren Pläne für größere Akquisitionen haben, möchte ich Übernahmen mittel- bis langfristig nicht ausschließen. Bei einer dann eventuell erforderlichen Kapitalerhöhung könnte die Stiftung – auch bei größtem Bemühen – eine Verwässerung ihres Anteils wohl nicht vermeiden. Mit einem Stimmrechtsanteil von derzeit 58% ist die Stiftung nicht mehr weit davon entfernt, die Mehrheit aufgeben zu müssen.

Damit wären dem Wachstum Grenzen gesetzt?

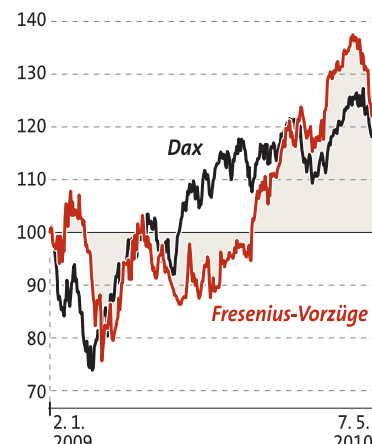
Größere aktive Konsolidierungsschritte würden erschwert. Das kann nicht im Interesse unserer Aktionäre sein. Die Vereinheitlichung der Aktienstruktur schafft nun die Möglichkeit, langfristig weiter zu wachsen. Gleichzeitig erlaubt die KGaA-Umwandlung der Stiftung, ihren Einfluss beizubehalten. Im Einklang mit dem Testament von Else Kröner. Unsere Investoren verstehen das.

Die Schwelle von 10% ist dennoch sehr niedrig.

Die Schwelle von 25%, wie bei Fresenius Medical Care, löst das Problem nicht. Nach dem Umtausch der Vorzugsaktien in Stämme startet die Stiftung mit einem Anteil von 29% – damit bliebe sie wieder nur eine letzte Kapitalerhöhung vom Verlust ihrer Kontrolle entfernt. Auch 0% wären theoretisch möglich gewesen. Ich

## Fresenius auf einen Blick

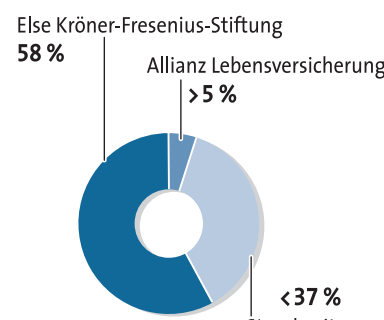
Die Vorzugsaktie im Vergleich



Konzern in Zahlen

Umsatz in Mrd. Euro	
2008	12,3
2009	14,2
Ebit* in Mill. Euro	
2008	1727
2009	2054
Cash-flow in Mill. Euro	
2008	1074
2009	1553
Nettoverschuldung in Mill. Euro	
2009 31. Dez.	7879
2010 31. März	8033
Rating	
Standard & Poor's	BB positiv
Moody's	Ba1 negativ

Stimmrechtsverteilung (Stammaktien)



Marktkapitalisierung

Stand 7.5.2010  
8,1 Mrd. Euro\*\*

Quelle: Fresenius, Thomson Reuters

## CFO Das Interview

und Erlöse fast durchgängig in derselben Währung an. Wir stellen Erträge und Cash-flows gezielt eine passende Fremdkapitalstruktur in den entsprechenden Währungen gegenüber. So haben wir große Akquisitionen in den USA stets überwiegend in Dollar finanziert.

Kann man denn die Währungsströme stets so reibungslos in Einklang bringen?

Es passt nicht immer eins zu eins. Dies gilt insbesondere für das Eigenkapital, das bei uns definitionsgemäß in Euro festgelegt ist. Hier muss man sich immer fragen, in welchen Währungsräumen es investiert werden soll. So haben wir zum Beispiel von Anfang an gesagt, dass die Übernahme von APP bei einem Dollar-Kurs von 1,57 ganz bestimmt nicht ungünstig war.

Die Euro-Krise ist auch von hoher Staatsverschuldung verursacht. Sehen Sie hier kein Risiko angesichts der Vielzahl von Kunden im öffentlichen Sektor?

Das bereitet uns keine Sorgen, macht uns allerdings zusätzliche Arbeit. Es gibt jetzt einige weitere Regionen, in denen wir die Zahlungsfähigkeit und -bereitschaft unserer Kunden hinterfragen müssen.

Ergreifen Sie spezielle Vorsichtsmaßnahmen?

Vorrangig geht es darum, Forderungen zu sichern. Die Vorsicht äußert sich schon darin, dass wir in einigen Ländern von vornherein nur über Distributoren arbeiten mit kurzen Zahlungszielen – das gilt zum Beispiel für Fresenius Medical Care in Griechenland. Wo wir direkt liefern, machen wir uns Gedanken über Factoring-Lösungen. Für die Griechenland-Forderungen von Fresenius Kabi war das im vergangenen Jahr allerdings schon nicht mehr möglich.

Setzen Sie Finanzinstrumente zur Sicherung ein?

Wir haben uns den Kauf von Credit Default Swaps (CDS) überlegt. CDS sind ja ein sehr kontrovers diskutiertes Instrument, und ich bin auch der Auffassung, dass der spekulative Einsatz und insbesondere der Leerverkauf einer stärkeren Regulierung unterworfen werden sollte.

CDS also nur für die Absicherung von Positionen?

Fresenius und viele vergleichbare Unternehmen haben ja ein unterliegendes Geschäft in Form einer Forderung. Was ist verwerflich daran, wenn wir versuchen, das Risiko aus diesem Geschäft zu sichern? Hier ist doch der Einsatz von CDS sogar volkswirtschaftlich sinnvoll.

Sie haben also CDS genutzt?

Wir haben uns das sehr früh überlegt, schon im Spätsommer 2009. Wir haben für diese Lösung aber schlicht kein Hedge Accounting hinbekommen. Denn es gibt weder eine Fristenkongruenz noch eine strikte Identität des Schuldners – unsere Schuldner sind einzelne öffentliche Krankenhäuser, für die keine CDS verfügbar sind. Ohne Hedge Accounting hätten wir jedoch eine übertriebene Volatilität in unser Zahlenwerk bekommen.

## ZUR PERSON

### M&A-Spezialist

swa – Es kommt nicht oft vor, dass ein Investmentbanker ins operative Geschäft eines Industrieunternehmens wechselt. Doch Stephan Sturm (46) hat nicht nur gutes Timing bewiesen, als er zum 1. Januar 2005 den Posten des Finanzvorstands bei Fresenius übernahm, er ist auch am richtigen Ort gelandet. Der Medizintechnik- und Krankenhauskonzern ist mit Übernahmen sehr aktiv und wagt sich immer wieder an große Transaktionen heran – der Manager kann also alle Register ziehen.

Fokussiert ist das Unternehmen auf den Fremdkapitalmarkt, zumal der Mehrheitsseigner, die Else-Kröner-Fresenius-Stiftung, in ihrem Mitteleinsatz bei Kapitalerhöhungen begrenzt ist. Der gebürtige Wormser sieht in einem hohen Leverage aber auch die Möglichkeit, über verminderte Kapitalkosten Mehrwert zu generieren.

Dank stabilem Cash-flow und konjunkturreisistenten Geschäfts gehört Fresenius zu den Unternehmen, die trotz eines Ratings im spekulativen Bereich keine Probleme haben, an Geld zu kommen.



Stephan Sturm

Sturm startete nach Betriebs- und Volkswirtschaftsstudium in Mannheim seine berufliche Karriere bei McKinsey, bevor er für 13 Jahre ins Investment Banking wechselte. Nach Stationen bei BHF-Bank und UBS war er vor seinem Eintritt bei Fresenius Leiter Investment Banking für Deutschland und Österreich der Credit Suisse First Boston. In seiner Freizeit widmet sich der Ausdauersportler „liebend gern“ seinen beiden Kindern.

(Börsen-Zeitung, 8.5.2010)

wieder Anfragen, ob dies nicht auch das Richtige für Fresenius wäre. Das hat uns ermutigt.

Ist die KGaA noch erklärungsbedürftig, oder hat die Tochter FMC gute Vorarbeit geleistet?

Die Rechtsform ist immer noch erklärungsbedürftig, aber sie hat den Exotenstatus abgestreift. Wenn unsere Pläne umgesetzt sind, wird es vier KGaA im Dax geben. Bei FMC haben damals alle wesentlichen Aktionärsvereinigungen und Proxy Agencies gegen den Rechtsformwandel votiert. Nun haben wir eine breite Front der Befürworter unseres Vorgehens.

Institutionelle Adressen werden es aber nicht goutieren, dass die Else-Kröner-Fresenius-Stiftung als Hauptaktionär erst dann die Kontrolle verliert, wenn ihre Beteiligung unter 10% fällt?

Das ist in der Tat eine der häufiger gestellten Fragen. Zum Hintergrund: Die Stiftung hat kein anderes Vermögen als ihre Beteiligung an

empfinde die 10%-Schwelle als fairen Kompromiss. Wir haben uns dabei auch an Präzedenzfällen orientiert – Merck verwendet ebenfalls 10%. Außerdem definiert das Wertpapierhandelsgesetz eine wesentliche Beteiligung als Anteil von 10% oder mehr.

Werden Sie die Investor-Relations-Arbeit intensivieren?

Wir werden darin bestimmt nicht nachlassen. Es gibt ein klares Bekenntnis zu einer erstklassigen Corporate Governance. Die KGaA eröffnet uns zwar theoretisch die Möglichkeit, die Transparenz zurückzudrehen – zum Beispiel bei der individualisierten Veröffentlichung der Vorstandsgehälter. Davon werden wir aber selbstverständlich keinen Gebrauch machen.

Vor vier Jahren erst hatte sich Fresenius in eine Europäische Aktiengesellschaft gewandelt – wie viel bleibt von der SE erhalten?

Eigentlich alles. SE und KGaA sind kein Widerspruch, sondern ergän-

zen sich. Im Gegensatz zu anderen KGaA wird Fresenius keine AG & Co. KGaA, sondern eine SE & Co. KGaA. Wir können den zwölfköpfigen Aufsichtsrat in der KGaA beibehalten. Einer der wesentlichen Gründe für den Wechsel zur SE war ja, dass wir den Aufsichtsrat nicht auf 20 Sitze aufstocken wollten. Und es bleibt bei der internationalen Besetzung der Arbeitnehmerbank – Stichwort Diversity.

Für die Abschaffung der Vorzüge setzen Sie anders als FMC nicht auf ein freiwilliges Tauschangebot, sondern auf einen Pflichtumtausch nach Hauptversammlungsbeschluss. Was ist der Grund?

Der Pflichtumtausch hat eine Menge Vorteile, weil kein Restbestand an Vorzugsaktien übrig bleibt. Fresenius Medical Care konnte diesen Weg nicht gehen, weil zum Ausgleich der Kursdifferenz zwischen Vorzugs- und Stammaktien ein Baranteil erforderlich war. Zu dieser Zahlung kann man keinen Aktionär zwingen. Unser Vorschlag sieht aufgrund einer abweichenden Ausgangsposition keine Cash-Komponente vor. Deshalb können wir die Vorteile eines Pflichtumtauschs nutzen.

Sie sagen, dass keine Kapitalerhöhung geplant ist. Wird Eigenkapital dennoch in der Finanzierungsstrategie von Fresenius eine größere Rolle spielen?

Nein. Wir sind in der Vergangenheit sehr sparsam und bewusst mit Eigenkapital umgegangen. Und werden dies auch künftig tun. Der relativ hohe Verschuldungsgrad hat uns in der Finanzkrise einige Kritik eingetragen. Ich bin aber der festen Überzeugung, dass die Steuerung von Fresenius über den Verschuldungsgrad eine enorme Wertschöpfung ermöglicht.

Keine typische Sichtweise für ein traditionsreiches deutsches Unternehmen...

Fresenius erfüllt eine Reihe Kriterien, die dafür sprechen: die absolute Größe des Konzerns, die Diversifikation nach Unternehmensbereichen, wie auch nach Regionen, eine qualitativ hochwertige Kundenbasis im öffentlichen Sektor, Unabhängigkeit von konjunkturellen Schwankungen, ein relativ geringes Risiko aus Produktinnovationen, hohe Eintrittsbarrieren – das sind genau die Voraussetzungen, die meines Erachtens nach Leverage schreien. Wir können, ja wir müssen sogar mit Leverage arbeiten.

Fremdkapital hat also Priorität?

Bei allen Wachstumsbemühungen bleiben der selbst generierte Cash-flow und Fremdkapital der Treibstoff. Wir haben in den vergangenen fünf Jahren zwar zwei Kapitalerhöhungen durchgeführt. Doch diese standen beide im Zusammenhang mit Meilensteinakquisitionen. Zur Wahrung des Ratings kann ich mir in solchen absoluten Ausnahmefällen auch in Zukunft wohl dosierte Eigenkapitalerhöhungen vorstellen. Einfach nur weil wir besseren Zugang zum Eigenkapitalmarkt haben, werden wir aber nicht nach vorn preschen.

Wo sehen Sie die optimale Finanzierungsstruktur?

Hier haben wir das Ziel, unsere gewichteten Kapitalkosten zu minimie-

ren. Mit einem Rating knapp unter Investment Grade, also da, wo wir heute auch stehen, erreichen wir das am besten. Wir streben einen Verschuldungsgrad, also Nettoverschuldung zum operativen Ergebnis Ebitda, zwischen 2,5 und 3 an – das ist der Zielkorridor. Im Zusammenhang mit dem Überwiegend mit Fremdkapital finanzierten APP-Erwerb waren wir in der Spitze bei 3,7.

Die Ratingagenturen haben den Daumen damals nicht gesenkt?

Nein. Das hatten wir so kalkuliert. Die Ratingagenturen haben damals zwar den Ausblick gesenkt, uns aber nicht herabgestuft. Seitdem haben wir den Verschuldungsgrad sehr deutlich reduziert – jetzt sind wir wieder bei knapp unter 3 und damit im Zielkorridor. Und Standard & Poor's hat gerade vergangene Woche den Ausblick wieder angehoben.

Die Finanzierung in der Krise war aber nicht billig?

Ja, die Finanzierungskosten gingen damals generell deutlich nach oben. Das war so leider nicht vorhersehbar. Im Spätherbst 2008 haben wir zum Beispiel Konditionen für eine Unternehmensanleihe von 13 bis 14% angeboten bekommen – und abgewunken. Als sich eine Besserung abzeichnete, sind wir im Januar 2009 an den Bondmarkt gegangen – mit einem Zins von etwas über 10%. Seitdem sind die Fremdkapitalkosten deutlich gesunken. Im aktuellen Umfeld würden wir für eine Anleihe mit einer Laufzeit von sieben Jahren wohl etwa 5% zahlen müssen. Die Konditionen haben sich seit Anfang 2009 also locker halbiert.

Bereuen Sie nun die Platzierung Anfang 2009?

Nein. Sie war zum damaligen Zeitpunkt absolut richtig. Aber es schmerzt dennoch zu sehen, dass diese Anleihen mittlerweile bei 115 bis 117% notieren.

Das Rating in der Spekulationsklasse war in der Krise kein Hemmschuh?

Nein. Auch Unternehmen mit besserem Rating hatten damals Schwierigkeiten. Es ärgert mich auch immer ein wenig, wenn in der Öffentlichkeit von Ramsch-Anleihen gesprochen wird. Für uns ist der hohe Leverage eine ganz bewusste Finanzierungsstrategie, um über verminderte Kapitalkosten Mehrwert zu schaffen.

Der Konzern hat unlängst die Kreditkonditionen der Darlehens-tranche über 1,2 Mrd. Dollar neu verhandelt, um von teuren Margen herunterzukommen. Wollen Sie das auch für andere Tranchen in Angriff nehmen?

Nein. Die anderen Kreditlinien bieten diese Möglichkeit nicht, haben allerdings auch deutlich akzeptablere Margen. Und die meisten unserer bilateralen Kreditlinien nutzen wir derzeit gar nicht.

Haben Sie den Bankenkreis in der Finanzkrise neu strukturiert?

Eigentlich nicht. Mit einem Fremdkapitalportfolio von 8,5 Mrd. Euro in der Gruppe haben wir 40 bis 50 wesentliche Kreditbeziehungen. Wir arbeiten mit allen großen deutschen privaten Banken zusammen und auch mit den Landesbanken.

Im Jahr 2011 könnte der Nachschlag auf den Kaufpreis aus dem

„Besserungsschein“ für APP bis zu 970 Mill. Dollar fällig werden. Wie wird Fresenius den stemmen – oder kommt er nicht?

Es wäre ein Feiertag, wenn es zu einer Nachzahlung käme. Voraussetzung wäre allerdings, dass das bereinigte Ebitda von APP in den drei Jahren von 2008 bis 2010 den Betrag von 1,27 Mrd. Dollar übersteigt. Für die maximale Auszahlung von ca. 970 Mill. Dollar müsste APP sogar mehr als 1,6 Mrd. Dollar ausweisen. Nach zwei von drei Jahren haben wir aber noch nicht die Hälfte der 1,27 Mrd. Dollar gezeigt. Ich fürchte, wir werden die Schwelle nicht erreichen.

Die Fresenius-Aktie hat seit Jahresbeginn erstmals seit langem FMC und den Dax outperformt. Was hat die Aktie in Schwung gebracht?

Naja, wir haben den Dax 2008 outperformt, 2009 lagen wir leicht darunter. Aber es ist richtig: Bis spät in 2009 war die Aktie aus meiner Sicht von drei Faktoren belastet. Zunächst herrschte im Markt erhebliche Unsicherheit, ob wir APP zu teuer ge-

Die bisherigen Beiträge der Rubrik „CFO – Das Interview“ finden Sie unter <http://www.boersen-zeitung.de/cfo>.

kauft haben. Im Sommer mussten wir dann auch einräumen, dass APP – anders als geplant – das Ergebnis im ersten Jahr belasten würde. Auch unsere Verschuldung hat vielen Investoren in der Krise nicht behagt. Dazu kamen die Unsicherheiten über die Gesundheitsreform in den USA.

Sind die Bedenken nun ausgeräumt?

APP ist in den vergangenen Quartalen ein überproportionales Wachstum gelungen. Es hat sich auch gezeigt, dass der Heparin-Effekt bei weitem nicht so dramatisch ist wie von vielen befürchtet. Dennoch: Es liegt an uns, die Unsicherheit zu APP weiter zu zerstreuen durch eine Reihe solider Quartale. Mit Blick auf die Verschuldung haben wir unsere Ziele erreicht und den Verschuldungsgrad innerhalb von sechs Quartalen um 70 Basispunkte reduziert. Und die Gesundheitsreform in den USA hat keine materiellen Auswirkungen auf uns.

Ist die Aktie noch unterbewertet? Ja – aber das würde wohl jeder Finanzvorstand über seine Aktie sagen.

Ist ein Konglomeratsabschlag zu spüren?

Wenn, dann ist er ein temporäres Phänomen. Ich kann mich gut an Zeiten erinnern, da wurden wir in derselben Struktur mit dem gut 20-fachen des Ergebnisses bewertet. Die Konzernstruktur steht also einer angemessenen Bewertung nicht im Wege. Aktuell liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis bei 14 bis 15. Mit der Kursreaktion auf unsere Quartalszahlen vor wenigen Tagen bin ich übrigens nicht zufrieden. Wir haben einen sehr guten Start in das Jahr 2010 gehabt, besser als angekündigt. Ich habe jedenfalls Aktien nachgekauft.

Das Interview führte Sabine Wadewitz.