

STADA

Berechtigte Attacke

Eine derart massive Attacke hat es in der deutschen Industrie bislang nur selten gegeben. Die bislang völlig unbekannte Beteiligungsgesellschaft Active Ownership Capital ist angetreten mit dem Ziel, fast den kompletten Aufsichtsrat des Pharmaherstellers Stada auszutauschen. Indirekt geht es natürlich auch um die operative Führung des viertgrößten deutschen Arzneierstellers.

Über die Erfolgsaussichten der Angreifer lässt sich aktuell nur spekulieren. Um die nötige Stimmenmehrheit auf der Hauptversammlung zu erreichen, werden sie wohl mindestens 25 bis 30 Prozent des Stada-Kapitals hinter sich bringen müssen. Klar erscheint aber schon jetzt, dass der Vorstoß zum einen sorgfältig vorbereitet wurde und zum anderen vermutlich von fachkundigen Investoren unter den Geldgebern des Fonds unterstützt wird. Und es zeigt sich: Active Ownership hat solide Argumente auf seiner Seite.

Erstens: Die Führungsstruktur bei dem Bad Vilbeler Konzern wirkt in der Tat nicht mehr zeitgemäß. Sie ist einseitig zugeschnitten auf Firmenchef Hartmut Retzlaff, der Stada seit 23 Jahren führt und alle Fäden in der Hand hält. Das Apotheker- und Ärztelager hält zwar nur noch etwa zehn Prozent der Stada-Aktien, stellt aber vier von sechs Kapitalvertretern im Aufsichtsrat. Unter ihnen ist der 80-jährige Apotheker Dieter Koch, der dem Kontrollgremium bereits seit 1983 angehört. Die Vermutung, dass ein solcher Aufsichtsrat mit der Kontrolle eines international tätigen und gut zwei Milliarden Euro Umsatz großen Pharmakonzerns womöglich überfordert ist, liegt auf der Hand.

Zweitens: Die Performance von Stada war zuletzt keineswegs berauschend. Firmenchef Retz-

laff kann zwar für sich beanspruchen, dass er aus einer kleinen Klitsche den viertgrößten deutschen Arzneimittelhersteller gemacht hat. In den letzten zehn Jahren agierte er aber weitaus weniger erfolgreich als in der Anfangsphase.

Natürlich ergibt es wenig Sinn, das Bad Vilbeler Unternehmen direkt mit US-Firmen wie Mylan oder Allergan zu vergleichen. Auf dem lukrativen US-Markt ist Stada gar nicht vertreten, dafür stärker in Osteuropa und Deutschland, wo auch die Konkurrenz derzeit wenig Vergnügen im Generikageschäft haben dürfte.

Doch die Erfolgsbilanz der vergangenen Jahre ist eher bescheiden. Seit 2006 investierte Stada insgesamt rund 2,5 Milliarden Euro, im Schnitt 14 Prozent des Umsatzes, in Sachanlagen und Zukäufe. Damit hat sich der Konzern zwar 70 Prozent Umsatzwachstum erkaufte, aber nur 27 Prozent Gewinnsteigerung und zudem eine Milliarde Euro an zusätzlichen Schulden. Die Ebitmarge sank in dieser Zeit von über 14 auf nur noch gut zehn Prozent. Auch Nettogewinn und Free Cashflow bewegen sich mit rund 100 Millionen Euro oder fünf Prozent vom Umsatz im Schnitt der letzten drei Jahre deutlich unter dem, was in der Pharmabranche gängig ist. Nicht umsonst gehörte die Stada-Aktie in den letzten zehn Jahren zu den schwächsten Performern des Sektors.

Dass es einer neuen Führung gelingen könnte, den Konzern auf einen besseren Kurs zu bringen, ist alles andere als garantiert. Aber den Stada-Aktionären sollte es einen Versuch wert sein. Wirklich viel zu verlieren haben sie nicht.

Der Autor ist Korrespondent in Frankfurt.

Sie erreichen ihn unter:

hofmann@handelsblatt.com

Die Angreifer haben gute Argumente auf ihrer Seite. Denn die Bilanz des Pharmakonzerns ist bescheiden, findet **Siegfried Hofmann**.
