

## Leitartikel

# Die Zukunft zählt

**W**as der Umbruch bei Deutschlands viertgrößtem Pharmahersteller, der Stada AG, ans Tageslicht befördert, wirkt nicht gerade vertrauenserschütternd. Der scheidende Aufsichtsrat liegt im offenen Konflikt mit den bereits ausgeschiedenen Vorständen, fragwürdige Beraterverträge, dubiose Lizenzdeals. Ein langjähriger Ex-Vorstand, dem man Vetternwirtschaft und Gehalts-exzesse anlastet, und Übernahme-Transaktionen, die womöglich nicht sauber bilanziert wurden.

Das alles vor dem Hintergrund einer Übernahme-Offerte, die auch im zweiten Anlauf nur knapp erfolgreich war und von taktischen Manövern einiger Hedgefonds begleitet wird, die um eine höhere Abfindung pokern. Auch nach der Mehrheitsübernahme durch die Private-Equity-Firmen Bain und Cinven, so scheint es, geht es bei Stada weiter drunter und drüber.

Der ganze Tumult sollte indessen nicht vergessen lassen, dass der Bad Vilbeler Pharmahersteller letztlich auch eine Erfolgsgeschichte ist, an der im Grunde alle involvierten Akteure mitgeschrieben haben – vom früheren Firmenchef Hartmut Retzlaff über den aktivistischen Investor AOC, der im vergangenen Jahr den Neubeginn bei Stada initiierte, bis hin zum noch amtierenden Aufsichtsratschef Carl Ferdinand Oetker. Langfristig orientierte Aktionäre jedenfalls haben ungeachtet aller Aufregung im Grunde wenig Anlass, sich über das Ergebnis zu beklagen.

Ein etwas näherer Blick auf die Performance der Stada-Aktie macht deutlich, warum: Auf dem aktuellen Kursniveau von 78 Euro hat sie seit dem Einstieg von AOC um etwa 150 Prozent zugelegt und seit dem Machtwechsel auf der Hauptversammlung im vergangenen Jahr noch rund 70 Prozent. Für die zehn Jahre seit 2007 – eine Phase, in der Stada mit einigen operativen Schwächen kämpfte und unter Fehleinkäufen in Osteuropa litt – errechnet sich damit noch eine durchschnittliche Rendite von immerhin etwa 5,3 Prozent pro Jahr. Das ist besser als der Aktienindex Dax.

Noch eindrucksvoller ist die langfristige Performance: Aktionäre, die Stada über die letzten zwei Jahrzehnte die Treue gehalten haben, konnten ihren Einsatz um den Faktor acht vermehren, wenn sie ihre Aktien Bain und Cinven zum offiziellen Preis von 66,25 Euro angedient haben, und knapp verzehnfachen, wenn sie auch noch den nachfolgenden Kursanstieg der letzten beiden Wochen mitgenommen haben. Das entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wertzuwachs von rund elf beziehungsweise zwölf Prozent. Hinzu kommt etwa ein Prozent Dividendenrendite.

Zum Vergleich: Die Bayer-Aktie kann über diesen Zeitraum Kurssteigerungen von nicht einmal sechs Prozent vorweisen, ebenso wie der Dax. Die meisten Big-Pharma-Konzerne liegen deutlich darunter. Auch Konkurrenten aus dem Generikasektor wie Teva, Mylan oder Perrigo kommen an die Langfristperformance von Stada nicht heran, seitdem ihre Bewertungen zuletzt kräftig abgestürzt sind.

Mit seiner Bemerkung, er habe aus einem „besseren Hasenstall“ einen veritablen MDax-Konzern geschaffen, mag der langjährige Firmenchef Hartmut Retzlaff übertrieben haben. Und in den letzten Jahren vor seinem Abschied im Sommer 2016 agierte Retzlaff operativ nur mit bescheidenem Erfolg und an vielen Stellen auch klar im Konflikt mit den Regeln ordentlicher Unternehmensführung.

Andererseits ist es dem Stada-Management unter seiner Führung offenbar gelungen, eine Substanz aufzubauen, um die sich Finanzinvestoren jetzt regelrecht gerissen haben. Am Ende werden die Mehrheitseigner Bain und Cinven vermutlich um die 4,4 Milliarden Euro aufbringen müssen, um eine vollständige Kontrolle über Stada zu erlangen, mehr als das Fünzigfache des letztjährigen Nettogewinns. Und selbst auf dieser Basis sehen sie offenbar solide Chancen für eine weitere Wertsteigerung.

Zwei wichtige Lehren aus dem Fall Stada lassen sich ziehen.

Erstens: Auch wenn sich Fehlentwicklungen mitunter lange hinziehen, am Ende ist der Markt in der Lage, sie zu korrigieren. Im Falle des Pharmaherstellers genügt weniger als zehn Prozent Kapitalanteil und der beherrzte Angriff eines bis dahin unbekanntem Fonds, um den Weg für einen Neuanfang und eine massive Neubewertung frei zu machen.

Zweitens: Investoren schauen offenbar mehr denn je auf die Zukunftschancen der Firmen und weniger auf Gegenwart und Vergangenheit. Stada kann sich in dieser Hinsicht ohne weiteres bei Technologiefirmen wie Amazon oder Tesla einreihen, die mit Minirenditen oder roten Zahlen Riesenerwartungen erzielen.

Ob sich die Erwartungen an den deutschen Pharmakonzern am Ende wirklich erfüllen, bleibt abzuwarten. Aber zumindest so viel scheint klar: Aus Sicht der neuen Eigner hat die bisherige Stada-Führung ungeachtet aller Querelen einiges an Zukunftspotenzial geschaffen und hinterlassen.

**Der Autor ist Korrespondent in Frankfurt.**

Sie erreichen ihn unter:

**hofmann@handelsblatt.com**

Stada ist eine Erfolgsgeschichte für die Aktionäre trotz aller Querelen, glaubt **Siegfried Hofmann**.

”

**Aktionäre, die zwei Jahrzehnte die Treue gehalten haben, konnten ihren Einsatz um den Faktor acht vermehren.**