

Anleihen

Die Regeln des Spiels

Mit Hilfe von Unternehmen in Sonder-situationen Überrendite erzielen, indem die Regeln von Übernahmen und Unternehmensverträgen berücksichtigt werden

Value-Investoren haben keinen leichten Stand in diesen Tagen. Der Markt klettert von einem All-Time-High zum nächsten und die Zahl der – nach Value-Gesichtspunkten – günstigen Aktien wird kontinuierlich geringer. Umso interessanter wird es, sich nach Nischen umzusehen, in denen nach wie vor Aktien mit einem Sicherheitsabstand zum wahren Wert zu kaufen sind. Dafür schadet es nicht, die Regeln zu kennen, die bei Unternehmensübernahmen, Gewinnabführungsverträgen und Squeeze-outs anzuwenden sind. Aktien in solchen Sondersituationen bieten häufig vergleichsweise geringe Risiken mit gleichzeitig attraktiven Renditechancen. „Gerade Unternehmen mit Gewinnabführungsverträgen bieten teilweise enorme Überrenditen zu vergleichbaren festverzinslichen Wertpapieren“, meint dazu Tim Schmiel, Geschäftsführer der auf Übernahmesituationen spezialisierten Vermögensverwaltung VM VermögensManufaktur. „Während Industrieanleihen guter Bonität derzeit Renditen von kaum mehr als 1% p.a. abwerfen, lassen sich mit Abfindungswerten teilweise Renditen von 3 bis 6% p.a. erzielen – und dies, obwohl die Garantieverzinsungen von Großaktionären mit Top-Bonität garantiert werden. Vollkommen unberücksichtigt vom Markt bleiben teilweise weitere Schman-kerl, wie das zusätzliche Kurspotenzial durch einen möglichen Squeeze-out.“

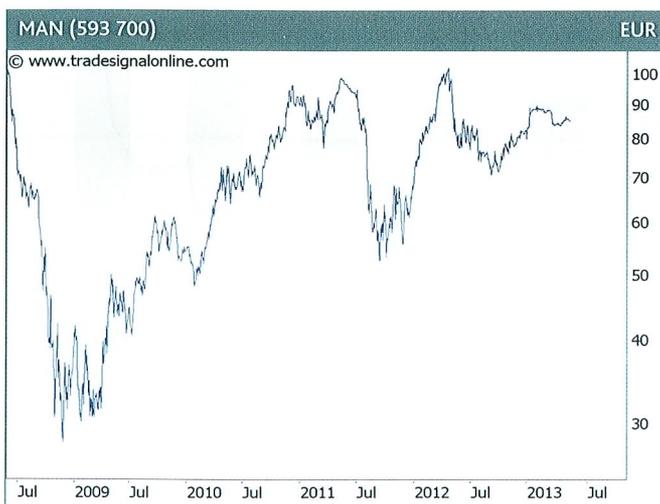


Der Übernahme-Joker

Die Übernahmekarte kann auf verschiedene Arten gespielt werden. Vergleichsweise riskant ist der Kauf der Aktie eines potenziellen Übernahmekandidaten. Doch das Risiko lässt sich durch Selektion einschränken. Eine klare Perspektive, wie die Konstellation aussieht, wenn die Regeln eines Gewinnabführungsvertrages oder eines Squeeze-outs zum Greifen kommen würden, sollte bereits heute absehbar sein. Doch eines ist klar: Ohne konkreten Unternehmensvertrag besitzt ein Investor zunächst eine Aktie, die vollkommen ohne Sicherheitsnetz den Schwankungen der Märkte ausgesetzt ist. Anders sieht es bei Unternehmen aus, deren Großaktionär bereits 75% des Kapitals übernommen und sich den vollständigen Zugriff mittels eines Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrages gesichert hat. Als Ausgleich für die Abführung des Gewinns und den Kontrollverlust der außenstehenden Aktionäre hat das beherrschende Unternehmen für jedes Geschäftsjahr eine Garantiedividende zu bezahlen. Wird der Vertrag geschlossen, muss zusätzlich eine angemessene Abfindung festgelegt werden. Diese ist den Aktionären solange anzubieten, wie in einem Spruchverfahren vor Gericht die Angemessenheit der Abfindung überprüft wird. Mindestens hat diese Abfindung auf Höhe des Dreimonats-Durchschnittskurses der Aktie zu liegen. Aktien solcher Unternehmen stehen damit von ihrem Wesen her im Grunde genommen Anleihen näher als Aktien.

„MAN kann“ – eine ordentliche Rendite abwerfen

Der Slogan der Werbespots kann auch auf die Aktie der letztes Jahr von VW übernommenen MAN übertragen werden. Die Stammaktie steht aktuell bei 85,50 EUR, im Bewertungsgutachten wurde ein Abfindungswert von 80,89 EUR und eine Garantiedividende von 3,30 EUR brutto festgelegt. Ein MAN-Aktionär erzielt damit aktuell 3,9% Dividendenrendite, der Kurs ist nach unten bei 80,89 EUR gesichert. Doch nur wenige Anleger haben bisher das



Abfindungswerte						
Aktie	Übernahmestadium	WKN	Kurs*	Abfindung*	Garantiedividende*	Dividendenrendite
MAN SE Vorzüge	GAV	593700	85,64	80,98	3,30	3,85%
MAN SE Stämme	GAV	593703	85,20	80,98	3,30	3,87%
Demag Cranes AG	GAV	DCA601	59,30	45,52	3,33	5,62%
EUWAX AG	GAV	566010	58,00	40,82	3,85	6,64%
Integralis AG	GAV möglich	515503	8,00	-	-	-
net mobile AG	GAV möglich	813785	8,09	-	-	-
WMF AG Vorzüge	GAV möglich	780303	42,00	-	-	-

GAV=Gewinnabführungsvertrag; *) in EUR

Potenzial erkannt. Die MAN-Aktie ist die bessere VW-Anleihe – denn auf der Bonität des Wolfsburger Autobauers basieren letztendlich Garantiedividende und Abfindung. Eine fünf Jahre laufende Anleihe von VW rentiert aktuell nur mit rund 1%. Sollte VW den Gewinnabführungsvertrag kündigen, ist eine erneute Abfindung fällig. Der ursprüngliche Abfindungswert wird jedoch in der Zwischenzeit verzinst (aktuell mit 4,87% abzüglich der bezahlten Garantiedividende). Die garantierte Abfindung nimmt damit jedes Jahr um 0,64 EUR zu, das Risiko eines Kursrückganges wird dadurch weiter reduziert.

Im Juni wird es auf der Hauptversammlung zusätzlich eine Dividende von 1,00 EUR geben. Gratis gibt es die Chance, dass VW MAN vollständig von der Börse nehmen möchte. In diesem Fall wäre mindestens ein Abfindungswert im Bereich des Dreimonats-Durchschnittskurses zu bezahlen, dieser liegt aktuell bei ca. 85,53 EUR.

DEMAG Cranes (IK) – Pokerspiel in der letzten Runde?

Die Ausgangslage ist zu unserem letzten Bericht über DEMAG relativ unverändert. Details deuten jedoch darauf hin, dass sich das Pokerspiel um die letzten Aktien des Kranbauers einem Ende neigt. Da das Unternehmen von Oktober bis Dezember ein Rumpfgeschäftsjahr hatte, musste zur Hauptversammlung am 15.5. die Garantiedividende für dieses sowie das Geschäftsjahr 2011/2012 bezahlt werden, insgesamt 3,80 EUR je Aktie: Selbst zum aktuellen Kurs noch eine Rendite von 6,2%. Nach wie vor hält der Hedgefonds Elliot Advisors ca. 13% der Aktien und kann damit einen Squeeze-

out verhindern. Der Hauptaktionär Terex unternimmt auf der anderen Seite alles, um DEMAG in seinen Konzern zu integrieren, bis hin zu Details wie einer Namensänderung in Material Handling & Port Solutions AG. Ob Terex angesichts dieser Entwicklung noch lange Lust auf einen renitenten Aktionär hat, der z.B. auf der Hauptversammlung seine Anwälte viele Stunden lang Detailfragen stellen ließ, ist daher fraglich. Kommt es zu einem Squeeze-out, ist mindestens der Dreimonats-Durchschnittskurs zu bezahlen, aktuell rund 58,40 EUR.

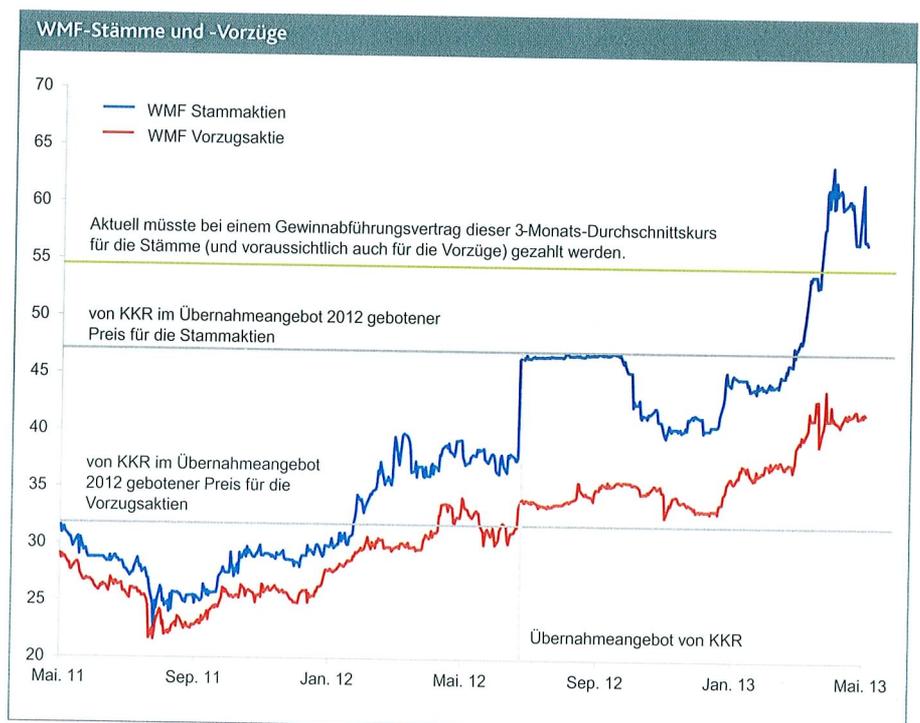
EUWAX – Nicht an, sondern in die Börse investieren

Nicht an der Börse, sondern in eine Börse investieren – spätestens seit dem Börsengang der Deutsche Börse AG ist dies möglich

geworden. Viel interessanter dürfte jedoch die Aktie der EUWAX AG sein, einer der beiden Tochtergesellschaften der Börse Stuttgart Holding AG. Die Kursmaklergesellschaft, die maßgeblich für den Handel von Derivaten wie Optionsscheinen, Discountzertifikaten und Ähnlichem am Börsenplatz Stuttgart zuständig ist, gehört zu 84% der Börsenholding. Jedes Jahr muss die Börse Stuttgart den freien Aktionären (Besitzern der Aktien im Freefloat) 3,85 EUR Garantiedividende bezahlen, was aktuell einer Dividendenrendite von 6,6% entspricht. Die Barabfindung liegt bei 40,82 EUR je Aktie, damit ist natürlich etwas mehr Risiko in der Aktie als bei MAN. Der Dreimonats-Durchschnittskurs liegt jedoch bei ca. 58,53 EUR.

Integralis und Net Mobile – der japanische Crack-up-Boom mit Abfindungswerten

Die ganze Welt diskutiert über Japans „Abenomics“ – auch auf deutsche Übernahmewerte könnte die Liquiditätsrally Japans überschwappen. Insgesamt drei Übernahmen am deutschen Kapitalmarkt tätigten Töchter des japanischen NTT-Konzerns in den letzten Jahren. Bei der intelligence AG wurde zwischenzeitlich ein Squeeze-out durchgeführt. Doch auch an Integralis und Net Mobile halten die Japaner 78 und 79%. Dass ein Staatskonzern Zugang zur Flut an frisch gedruckten



Yens hat, dürfte außer Frage stehen. Ob sie auch dazu verwendet wird, die Minderheitsaktionäre der europäischen Töchter aus den Unternehmen „rauszukaufen“, ist zumindest eine Spekulation wert. Beide Aktien sind nicht zu teuer, wobei net mobile allein aufgrund der eher schwächeren Cashflows der spekulativere Wert sein dürfte.

WMF-Vorzüge mit deutlichen Vorzügen

Ein weiterer spannender zukünftiger Übernahmefall könnte sich für die Vorzugsaktie von WMF entwickeln. Um nur kurz die Historie zu erzählen: 2012 übernahm die Private-Equity-Gesellschaft KKR 37% des Kapitals vom Finanzinvestor Capvis, die Stämme zu 47,00 EUR je Aktie, die Vorzüge zu 31,80 EUR. Während der Preis für die Stämme eine Übernahmeprämie von 25% bot, lag der Preis für die Vorzüge bereits zum Zeitpunkt des Angebots unterhalb des Kurses (siehe Graphik). KKR kontrolliert nun knapp 50% des Gesamtkapitals, der österreichische Unternehmer Andreas Weißenbacher hält jedoch noch immer eine Sperrminorität. Damit könnte er unter anderem Fusionen oder Unternehmensverträge verhindern. Die „Heuschrecke“ KKR kann die für den Kauf aufgenommenen Schulden daher aktuell nicht aus dem Cashflow von WMF bezahlen. Nicht unwahrscheinlich ist es daher, dass KKR sich mit Weißenbacher auf den Kauf seines Aktienpaketes einigt und einen Gewinnabführungsvertrag schließt. Auch Jochen Knoesel, Geschäftsführer der auf Aktien in Sondersituationen spezialisierten Vermögensverwaltung Knoesel & Ronge, sieht das ähnlich: „WMF ist in unseren Augen in einer interessanten

Situation. Beim öffentlichen Übernahmeangebot im letzten Jahr wurden die Vorzüge relativ mager abgespeist. Ganz anders dürfte es aussehen, wenn sich der Investor KKR mit dem 25%-Aktionär Andreas Weißenbacher auf einen Verkauf seiner Aktien einigt. Bei einer dann möglichen Strukturmaßnahme müssten die Aktien gutachterlich bewertet werden, die Unterbewertung der Vorzüge gegenüber den Stammaktien dürfte darin kaum zu halten sein. Ein Wertabschlag für die Vorzugsaktien ist bei einem Unternehmen, dessen Mehrheitsverhältnisse eindeutig sind, aufgrund des fehlenden Stimmrechts kaum zu begründen. Dieser Auffassung folgt in letzter Zeit auch die Rechtsprechung.“ Klar ist jedoch auch, dass bei solch einem potenziellen Übernahmewert die Risiken höher sind als bei Unternehmen mit bestehenden Abfindungssituationen. „Bis ein Unternehmensvertrag abgeschlossen wird, bleibt der Anleger natürlich voll im Marktrisiko. Passiert an dieser Front nichts, ist man in eine ganz normale Aktie aus der Konsumgüterindustrie investiert“, meint Knoesel dazu.

Christoph Karl

Hinweis auf Interessenkonflikt (IK)

Ein mit IK gekennzeichnetes Wertpapier wird zum Zeitpunkt der Erscheinung dieser Publikation von mindestens einem Mitarbeiter der Redaktion gehalten (zum Thema Interessenkonflikt s. auch Impressum auf S. 81).
