

## Anleihen

# Auf den Boden der Tatsachen zurückgeholt

Nach zwei schwierigen Jahren scheinen einige Abfindungswerte einen Boden gefunden zu haben. Wir beleuchten die Gründe dafür und stellen Ihnen interessante Abfindungskandidaten vor.

Das Jahr 2018 dürfte nicht wenigen Anlegern in Abfindungstiteln einen Schrecken eingejagt haben. Viele der als relativ sicher geltenden Aktien in Übernahmesituationen mussten empfindliche Kursrückgänge hinnehmen – wobei es für diese Entwicklung gute Gründe gab. Jochen Knoesel, Gründer und Geschäftsführer der auf Abfindungsaktien spezialisierten Vermögensverwaltung Knoesel & Ronge, ist sich sicher, dass in den Jahren zuvor viel spekulatives Kapital in dieses Marktsegment geflossen war: „Wir wissen indirekt über verschiedene Broker, dass 2016 und 2017 viele angelsächsische Investoren dieses Segment als Rentenersatz für sich entdeckt haben.“ Als 2018 jedoch einige Unternehmen in Sondersituationen mit negativen Nachrichten aufwarteten, schien die Begeisterung allerdings schnell wieder zu schwinden.

## Flut an schlechten Nachrichten

„Im letzten Jahr haben sich viele Dinge gehäuft, die normalerweise nicht unmittelbar zusammenkommen. So haben wir die Kündigung des Beherrschungsvertrags bei MAN gesehen, bei Wincor Nixdorf fast die Insolvenz des Übernehmers erlebt, bei Biotest kam der geplante Gewinnabführungsvertrag nicht zustande. Das hat viele neue Investoren verschreckt und die Reißleine ziehen lassen“, so Knoesel. Selbst

im vermeintlich sichersten Untersegment – Unternehmen mit einem Gewinnabführungsvertrag, der eine Garantiedividende und einen garantierten Abfindungspreis gewährleistet – kam daher Druck auf die Kurse. Schließlich hatten sich viele Notierungen weit von den garantierten Abfindungswerten entfernt. Laut Knoesel ist nun jedoch zu beobachten, dass der Abwärtstrend gestoppt ist. Einzelne Aktien scheinen wieder ein attraktives Chancen-Risiko-Profil zu bieten.

## Aktien für Couponschneider

Als Rentenersatz kommen insbesondere solche Übernahmeaktien infrage, die eine relativ hohe Garantiedividende bieten und nicht zu weit vom Abfindungspreis entfernt notieren. Dadurch besteht ein Sicherheitsnetz, das lediglich im Fall einer Insolvenz des Übernehmers Lücken bekommen kann. Solange der Abfindungspreis gerichtlich in einem Spruchverfahren überprüft wird, haben Anleger die Möglichkeit, dem Übernehmer und Mehrheitsaktionär ihre Aktien anzudienen. Je geringer der Abstand zu diesem Abfindungspreis, umso ähnlicher ist eine solche Aktie einer Anleihe. Die Garantiedividende stellt quasi den Coupon dar, die „Anleihe“ ist jederzeit zum festgelegten Abfindungspreis kündbar. Leider notieren die meisten dieser Titel allerdings

mit einem leichten Aufschlag zu diesem „Nominalwert“.

## Private Equity für Anfänger

Lediglich knapp 12% beträgt dieses Agio bei **STADA** (die wir auch im Musterdepot haben, siehe S. 56). Das Unternehmen wurde vor zwei Jahren von den Private-Equity-Investoren Bain Capital und Cinven übernommen. Trotz eines offiziellen Delistings wird die Aktie weiterhin in Hamburg gehandelt. Nach einem weiteren öffentlichen Angebot Ende 2018 halten die beiden Investoren nun 93,6% der Aktien; zudem besteht seit Anfang 2018 ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (BuG-Vertrag) mit einer garantierten Abfindung von 74,40 EUR und einer Garantiedividende von 3,82 EUR. Zum heutigen Kurs erzielen Anleger damit eine Dividendenrendite von 4,6%. Die Umsätze konnten 2018 um 5% auf 2.331 Mio. EUR, das EBITDA sogar um 16% auf 504 Mio. EUR zulegen. Ein großer Teil der Rendite der Investoren wird aus dem Abbau der Schulden ihrer Käufergesellschaft aus Stadas Cashflow resultieren. Angesichts der operativen Fortschritte ist jedoch auch ein Verkauf der Anteile in einigen Jahren zu etwas höheren Kursen nicht auszuschließen. Mit dem kleineren Freefloat scheinen die Investoren kein Problem zu haben.

Kennzahlen der vorgestellten Abfindungswerte

Aktie	WKN	Kurs	Abfindung	Prämie*	Gar.-Div.**	Div.-Rend.	Mcap***	EpS 2018	EpS 2019	KGV 2018	KGV 2019
HOMAG	529720	39,60	31,56	25,5%	1,18	3,0%	621	4,21	4,30	9,4	9,2
STADA	725180	84,00	74,40	12,9%	3,82	4,5%	5.237	4,93	5,42	17,0	15,5
OSRAM	LED400	32,71	-	-	-	3,0%	3.168	1,42	-0,42	23,0	neg.

\*) Aufschlag zum garantierten Abfindungspreis \*\*) Bruttodividende \*\*\*) in Mio. EUR; alle Angaben in EUR

Quellen: onvista, eigene Schätzungen

### Ausverkauf beendet?

Ein etwas anders gelagerter Fall ist die Aktie von **HOMAG**. Der Maschinenbauer wurde 2014 von Dürr übernommen; zusammen mit der Familie Schuler-Klessmann kontrolliert Dürr Homag über einen BuG-Vertrag. Zwar bringt die Aktie auch nach dem Absturz der letzten anderthalb Jahre noch immer eine „gesicherte“ Dividendenrendite von immerhin 3,0%. Anleger müssen allerdings unbedingt bedenken, dass sie hier ein im Vergleich zu 2014 deutlich besser aufgestelltes Unternehmen für einen sehr guten Preis erhalten: Dürres Expertise hat Homag in den letzten Jahren auf ein völlig anderes Margenniveau gehoben. Dies könnte dann relevant werden, wenn sich Dürr irgendwann zu einer vollständigen Übernahme oder einem Verkauf des Unternehmens entschließen sollte. Basierend auf dem 2018er-Ergebnis dürfte Homag bei einem KGV von knapp unter zehn notieren. Für 2019 prognostiziert Dürr ein mindestens gleichbleibendes, eventu-

ell sogar leicht höheres Ergebnis. Anleger können bei der Aktie zugreifen, sollte der Kurs einen Boden gefunden haben oder sich weiter der garantierten Abfindung von 31,56 EUR annähern.

### Gute Chance auf ein Gelingen

In einem frühen, noch ungesicherten Übernahmestadium befindet sich die Aktie von **OSRAM**. Trotz zuletzt verheerender operativer Nachrichten werden die beiden Private-Equity-Investoren Bain Capital und The Carlyle Group in den nächsten Wochen ein Angebot zu 35 EUR je Aktie vorlegen. Für Anleger wird es nun darauf ankommen, ob die Transaktion wie geplant über die Bühne geht. Bain und Carlyle haben dies an eine Mindestannahmequote von 70% geknüpft. Sollte diese unterschritten werden, ist jedoch eine Anpassung derselben nicht auszuschließen. Schwer abzuschätzen ist dagegen, wo die Aktie notieren wird, falls der Deal tatsächlich noch platzen sollte. Realistisch sind rund 25 EUR – auf diesem Niveau hatte der

Kurs notiert, bevor sich neuerliche Übernahmefantasie bei den Börsianern breit machte. Der Abstand von aktuell knapp 7% auf den Angebotspreis erscheint aber gleichzeitig interessant genug, um viele bestehende Investoren und Arbitrageure zur Annahme zu bewegen. Gelingt der Deal, dürften die Investoren einen BuG-Vertrag oder einen Squeeze-out anstreben.

### Fazit

Investoren in Abfindungswerten brauchen einen neuen Realismus. Auch in den nächsten Monaten dürften die Bäume nicht in den Himmel wachsen. Die Konkurrenz durch klassische Dividentitel, die es teilweise auf deutlich höhere Dividendenrenditen bringen, hat im letzten Jahr deutlich zugenommen. Dennoch gibt es weiterhin attraktive Abfindungswerte mit doppeltem (Stada), einfachem (Homag) oder gar keinem (Osram) Netz, die sich unter Chance-Risiko-Gesichtspunkten lohnen können. ■

*Christoph Karl*

Anzeige

# PRIVAT TRADEN MIT PROFI KNOW HOW

Persönlicher Profi-Know-How-Transfer für Privatanleger durch professionelle technische Analysten!

Profitieren Sie von den Vorteilen unserer starken Gemeinschaft mit mehr als 1.400 Mitgliedern.

**REGIONALGRUPPEN:** BERLIN | DÜSSELDORF  
FRANKFURT | FREIBURG | HAMBURG | HANNOVER  
MÜNCHEN | NÜRNBERG | STUTTART

**VTAD** VEREINIGUNG  
TECHNISCHER  
ANALYSTEN  
DEUTSCHLANDS E.V.  
LANDESVERBAND DER INT. FEDERATION OF TECHNICAL ANALYSTS

**JETZT  
GRATIS**  
FÜR NEUE  
MITGLIEDER!

**DAS VTAD TRADING MANUAL**  
IST DER 1. DEUTSCHE MULTIMEDIALE LEHRGANG  
FÜR TECHNISCHE ANALYSE. ALLE INFOS:  
**WWW.VTAD.DE**

