

Squeeze-outs

Druck bringt Geld

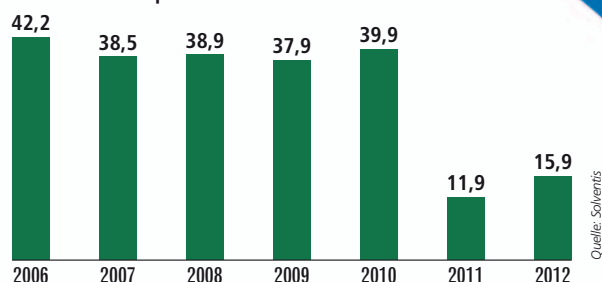
Zwangsabfindungen an der Börse bleiben eine lukrative Sache. Das zeigen die vergangenen Monate. FOCUS-MONEY nennt neue Kandidaten

Alles muss raus: So hart ein Rauspressen aus einer Gesellschaft für die freien Aktionäre ist – oft entpuppt es sich als gutes Geschäft

Satter Zuschlag

Ein Teil der Kursgewinne von Abfindungsspekulanten fällt bereits vor und nach Ankündigung eines Squeeze-outs an. Nur in den seltensten Fällen hat der dann gebotene Abfindungspreis aber dauerhaft Bestand. In der Regel verordnet das Gericht auf Einspruch der freien Aktionäre einen dickeren Nachschlag. Lange Zeit lag der im Schnitt bei knapp 40 Prozent, sank 2011 aber deutlich ab. Inzwischen zeigt die Tendenz wieder klar nach oben.

Rendite durch Nachbesserungen auf Grund von Spruchverfahren in Prozent



Manchmal regnet es an der Börse Geld. Und das ordentlich. So bejubelte die kleine Kölner Scherzer AG am 10. Juli per Ad-hoc-Meldung einen Ertrag von 1,5 Millionen Euro. Erzielt habe ihn die Beteiligungsgesellschaft durch die „Veräußerung eines langjährigen Investments“. Und obendrauf gebe es noch eine Chance auf eine ordentliche Nachbesserung.

Der Geldregen war von langer Hand geplant. Das „Investment“ bildeten Aktien der Generali Deutschland. Spekulierte hatte Scherzer auf einen Squeeze-out – sprich: eine Zwangsabfindung der freien Aktionäre. Den führten die Rheinländer mit dem Verkauf ihres Aktienpäckchens letztendlich selbst herbei.

Denn Abnehmer war die Triester Assicurazioni Generali, Mutter der Generali Deutschland. Sie baute durch den Kauf ihren Aktienanteil an der deutschen Tochter von gut 93 auf mehr als 95 Prozent aus. Damit besaß sie genügend Anteile, um eine Zwangsabfindung der freien Aktionäre einleiten zu können. Das kündigte der Versicherer dann am 11. Juli auch prompt an.

Lohnende Endspiele. Unter dem Strich dürfte das noch mehr Geld für Scherzer und die verbliebenen freien Generali-Deutschland-Aktionäre bedeuten. Denn solche Zwangsabfindungen, im Börsianer-Deutsch Squeeze-out (Rauspressen) genannt, sind häufig eine sehr lukrative Sache.

Beteiligen kann sich an diesen Endspielen jeder Anleger, sofern er genügend Zeit mitbringt. Als Lohn stehen am Ende häufig deutlich zweistellige Renditen bei relativ begrenztem Risiko. Das Mainzer Wertpapierhaus Solventis beobachtet die Szene permanent und kommt auf gut 200 potenzielle Abfindungskandidaten an der deutschen Börse. FOCUS-MONEY hat einige aussichtsreiche in der Tabelle unten aufgelistet.

Das Prozedere bei einem Squeeze-out ist immer das Gleiche: Besitzt ein Großaktionär 95 Prozent an einer Aktiengesellschaft, kann er den Zwangsrauswurf der wenigen noch übrigen freien Aktionäre betreiben. Bei geplanten Verschmelzungen ist das schon ab 90 Prozent Anteilsbesitz möglich. Die Hauptversammlung muss den Squeeze-out dann absegnen. Das ist bei den herrschenden Mehrheitsverhältnissen stets nur eine Formsache.

In der Folge werden die Anteile der freien Aktionäre eingezogen. Als Abfindung erhalten sie den anteiligen Unternehmenswert, mindestens jedoch den durchschnittlichen Börsenkurs der drei Monate vor der Squeeze-out-Ankündigung. Die abgefundenen Anteilseigner geben sich damit aber selten zufrieden. Fast immer kommt es zu einem Spruchverfahren vor Gericht, das in der Regel noch mal einen mehr oder weniger deutlichen Zuschlag auf den Abfindungspreis bringt. Das ist die Nachbesserung, auf die Scherzer auch bei Generali Deutschland wartet. Und das ohne weiteren Kapitaleinsatz.

Unverhofft kommt oft. Solche Endspiele laufen an der Börse weit häufiger, als es scheint. So verschwanden allein 2011/12 Gesellschaften wie Procon, Francon West, Landesbank Berlin, Repower Systems, Süd-Chemie, TDS, Triumph, Utimaco Safeware, Versatel, Graphit Kropfmühl oder World of Music per Squeeze-out von der Börse.

Von den zwölf Abfindungskandidaten aus FOCUS-MONEY 50/2012 traf es inzwischen Dyckerhoff, Itelligence und Generali Deutschland. Bei Pixelpark wird ein Squeeze-out offenbar vorbereitet. Das Resultat für die Anleger kann sich sehen lassen. Nur bei Itelligence erhielten die abgefundenen Aktionäre bisher lediglich den Mindestpreis und müssen auf das Ergebnis des Spruchverfahrens warten. Bei Dyckerhoff und Generali betragen die Kursgewinne seit Dezember jetzt schon ohne Nachschlag 30 beziehungs- ►

Liste für Endspiele

Ständig nehmen Mehrheitseigner aufgekaufte Firmen von der Börse. Auch bei den hier aufgelisteten Gesellschaften könnte ein Squeeze-out über kurz oder lang bevorstehen. Die gute Kassenlage vieler Unternehmen erleichtert es ihnen, attraktive Abfindungen an die freien Aktionäre zu zahlen.

Unternehmen	ISIN	Branche	Großaktionär	Anteil in %	Börsenwert in Mio. Euro	Div.-Rendite 2013 in Prozent	Kurs in Euro	Hoch/Tief 52 Wochen
Agrob St.	DE0005019004	Immobilien	Unicredit	75,02	26,6	1,6	11,50	12,00/9,60
Colonia Real Estate	DE0006338007	Immobilien	TAG Immobilien	79,05	199	–	4,50	5,06/3,15
DAB Bank	DE0005072300	Bank	Unicredit	79,5	311	5,6	3,40	4,10/3,06
Dt. Postbank	DE0008001009	Bank	Deutsche Bank	94,1	7290	5,6	33,30	35,30/27,25
Elaxis	DE0005085005	Automatisierung	SMS GmbH	91,17	238	2,0	26,00	27,00/21,50
Kommunale Wohnen	DE0005227342	Immobilien	Conwert Immob.	76,0	108	1,5	6,80	7,40/4,90
MAN St.	DE0005937007	Nutzfahrzeuge	VW	75,03	1211	3,5	85,90	90,00/70,40
Mediclin	DE0006595101	Kliniken	Asklepios	52,73	195	1,2	4,10	4,40/3,80
Pixelpark	DE000A1KRMK3	Internet-Dienste	MMS Germany	79,1	39,5	–	2,20	2,21/1,69
Puma	DE0006969603	Sportartikel	Sapardis	75,12	3320	0,8	220,25	249/209
Röder Zeltsysteme	DE0007066003	Zelte	Zurmont Priv. E.	95,06	58,8	–	66,80	64,70/47,55
Schuler	DE000A0V9A22	Umformtechnik	Andritz	93,57	709	1,7	23,55	24,40/15,40
VK Mühlen	DE0007629008	Lebensmittel	Good Mills	91,61	110	–	52,65	55,00/43,00
Wasgau	DE0007016008	Lebensmittel	Rewe	27,0	69,3	1,1	10,50	11,25/6,10
Württemberg. Leben	DE0008405028	Versicherung	W & W	83,42	184	0,7	15,15	17,50/13,50

Quelle: Solventis; eigene Recherche

weise 60 Prozent. Weitere Endspiele waren 2013 Computec Media, Douglas Holding oder Anzag.

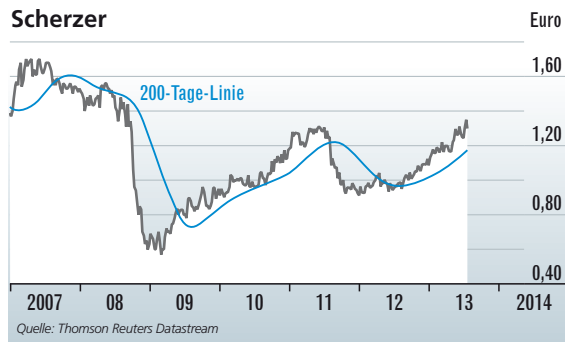
Die Liste möglicher Zwangsabfindungen wurde dadurch aber nicht kürzer. Denn ständig stoßen neue Kandidaten hinzu. „Für Anleger bieten sich nach wie vor attraktive Endspiel-Chancen“, beobachtet Solventis-Chefanalyst Klaus Schlote, dessen Haus gerade an einer neuen, umfassenden Squeeze-out-Studie arbeitet. So stieg zum Beispiel in der jüngeren Vergangenheit VW bei MAN ein, die Rewe bei Wasgau, Andritz bei Schuler oder die österreichische Conwert bei Kommunale Wohnen.

Am Anleger liegt es dann, die Wahrscheinlichkeit eines Squeeze-outs abzuklopfen. Hier gibt es häufig Indizien – etwa wenn ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abgeschlossen wird, der Großaktionär seinen Anteil ständig ausbaut oder aber die Fortführung der Notierung bei nur noch sehr geringem Streubesitz kaum noch Sinn macht.

Klassisches Drehbuch. Die Endspiele beginnen nicht selten mit der Übernahme eines größeren Aktienpakets und einem Abfindungsangebot an die freien Aktionäre. So erwarb die Lebensmittelkette Rewe mehr als 25 Prozent an der Wasgau Produktions & Handels AG, ehemals Markant Südwest. Das generöse Abfindungsangebot an die freien Aktionäre von 10,36 Euro – 60 Prozent über dem Börsenkurs – deutet darauf hin, dass Rewe die Gesellschaft möglichst ganz haben will und so ein Squeeze-out noch folgen könnte.

Langfrist-Denker Scherzer

Die Beteiligungsgesellschaft konzentriert sich auf Aktien in Spezialsituationen: Zum einen sind das Strukturmaßnahmen wie Abfindungen oder Fusionen. Dafür stehen im Portfolio Titel wie IBS, WMF oder MAN. Das zweite Bein umfasst Firmen mit guten Wachstumsaussichten wie Biotest oder Telefónica Deutschland. Der Substanzwert der Scherzer-Aktie liegt derzeit bei gut 1,50 Euro, der Börsenkurs bei knapp 1,30 Euro.



ISIN:	DE0006942808
Börsenwert in Mio. Euro:	38,0
Gewinn je Aktie 2012/13e in Euro:	0,13/0,15
KGV 12/13:	9,8/8,5
Dividendenrendite:	–

e=erwartet

Einen konkreteren Schritt stellt bereits ein Beherrschungsvertrag dar, wie ihn im Juli Volkswagen mit dem Lastwagenbauer MAN schloss. Die als knauserig geltende Abfindung von 80,89 Euro je Aktie, nur wenig über dem dreimonatigen Durchschnittskurs von 79,20 Euro, wurde von den Aktionären prompt mit einem Spruchverfahren quittiert, um einen höheren Preis herauszuschlagen.

Chancen abwägen. Auf einen schnellen Squeeze-out bei MAN sollten die freien Aktionäre dennoch nicht unbedingt wetten. Die Erfahrung lehrt, dass VW sich hier bislang eher zögerlich zeigt: So blieb zum Beispiel bei Tochter Audi eine Zwangsabfindung aus, obgleich sie bei nur noch knapp einem halben Prozent Streubesitz einfach wäre. Andere Gesellschaften agieren anders. TAG Immobilien zum Beispiel nahm bisher stets alle börsennotierten Töchter vom Markt, auch die Deutsche Bank erscheint hier flexibler (s. Kästen rechts).

Immerhin ist das Warten bei MAN lukrativ: Die Aktie mutierte zu einem Renditepapier – dank der von VW garantierten Ausgleichzahlung von 3,07 Euro. Bei MAN-Vorzügen bedeutet sie eine Verzinsung von rund 3,5 Prozent. „VW-Bonität mit einer sehr ansprechenden Rendite, attraktiver als jede VW-Anleihe“, urteilt ein Düsseldorfer Vermögensverwalter. Was stimmt: Fünfjährige VW-Anleihen rentieren derzeit lediglich um 1,40 Prozent.

Stocken Großaktionäre ihre Mehrheit an einer Gesellschaft stetig auf, ist das ein weiteres klares Indiz für Abfindungsabsichten. Bei VK Mühlen (vgl. FOCUS-MONEY 28/12) erhöhte der österreichische Großaktionär Good Mills von 54,5 auf 91,6 Prozent und gibt offen zu, weiterkaufen zu wollen. Der Börsenhandel trocknete danach stark aus. Weit häufiger werden Zukaufläufe jedoch offiziell heruntergespielt, um nicht die Preise zu verderben. So handelte zum Beispiel die Wiener Immobiliengesellschaft Conwert, die dann bei der Frankfurter Kommunalen Wohnen doch Knall auf Fall einen Anteilsbesitz von 76 Prozent nach zuvor gut 50 Prozent meldete. Bei Röder Zeltsysteme baute die Private-Equity-Gesellschaft Zurmont ihren Anteil zuletzt still und leise auf gut 95 Prozent aus. Die drei Papiere dürften damit zum aktuellen Kreis der Abfindungskandidaten zählen. Teils sind sie inzwischen jedoch sehr markteng. Liquidere Gesellschaften, bei denen sich ein Endspiel andeuteten könnte, stellt FOCUS-MONEY in den Kästen rechts vor.

Zeit bringt Geld. Die größte Herausforderung bei Abfindungsspekulationen ist die Zeit. Öfters wird die Geduld der Anleger auf eine harte Probe gestellt. Heute kaufen, morgen Squeeze-out funktioniert in den seltensten Fällen. Wer auf eine Zwangsabfindung spekuliert, sollte daher nicht unter Zeitdruck stehen.

Eine Erfahrung, die Scherzer-Vorstand Hans Peter Neuroth bestätigt. Gefühlt „eine halbe Ewigkeit“ habe es gedauert, berichtet er, bis man bei Generali Deutschland am Ziel war. Ausgezahlt hat sich die Geduld allemal: Allein dieser Deal spielte Scherzer einen Ertrag in Höhe von fast dem halben Jahresgewinn 2012 ein. ■

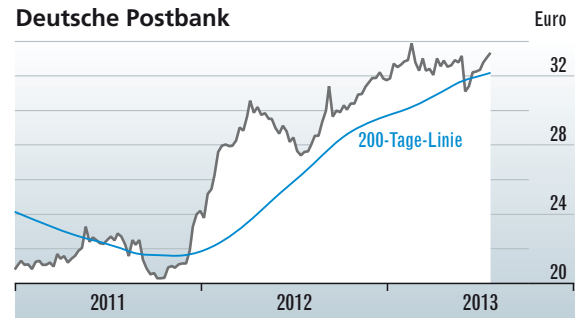
BERND JOHANN

Lohnendes Warten

Stück für Stück verleibte sich die Deutsche Bank die ehemalige Post-Tochter ein. Inzwischen besitzt sie 94,1 Prozent am Kapital. Die Differenz bis zu einem Anteil von 95 Prozent, ab dem ein Squeeze-out möglich ist, kann sie locker über die Börse einsammeln. Die spekuliert auch längst darauf. Der Postbank-Kurs stieg 2012 stetig auf 32 bis 33 Euro an und pendelt seitdem, von wenigen Ausreißern abgesehen, in dieser Range.

Beim Abschluss des Beherrschungsvertrags im Frühjahr 2012 hatte die Deutsche Bank den freien Postbank-Aktionären noch eine Abfindung von 25,18 Euro geboten. Die reicht bei einem Squeeze-out heute längst nicht mehr. Allein die Börsenkurse der vergangenen Monate sprechen für eine Mindestschwelle von gut 32 Euro. Eine Spekulation dürfte so relativ wenig Risiko bergen, es sei denn, die Deutsche Bank schließt einen Squeeze-out plötzlich kategorisch aus. Das aber gilt als wenig wahrscheinlich. Und Zeit zu warten haben Spekulanten: Die mit dem Beherrschungsvertrag garantierte jährliche Ausgleichszahlung für die freien Postbank-Aktionäre von 1,89 Euro bedeutet eine Rendite von 5,7 Prozent.

Deutsche Postbank



ISIN:	DE0008001009
Streubesitz in Prozent:	5,9
Wert Streubesitz in Mio. Euro:	427
KGV 12/13:	25,8/22,0
Dividendenrendite in Prozent:	5,7

e = erwartet

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Eine Frage der Zeit

Bei dem Hamburger Immobilienunternehmen scheint die Frage weniger zu sein, ob, sondern wann der Squeeze-out kommt. Großaktionär TAG Immobilien pflegte bislang notierte Töchter stets von der Börse zu nehmen – so den Bauverein zu Hamburg oder Franconofurt West. Bei Colonia Real Estate stockte TAG seit 2011 von gut 50 auf 79 Prozent auf. Mit Rolf Elgeti haben Tochter und Mutter denselben Vorstandschef. Eher dürfte es darauf ankommen, wann TAG die notwendigen 50 Millionen Euro für einen Komplettkauf der Colonia zur Verfügung hat.

Eine Perle ist Colonia nicht unbedingt. Zwar geht es operativ vorwärts, das Mietergebnis drehte inzwischen klar ins Positive. Der Leerstand des Portfolios mit 19000 Wohn- und Gewerbeobjekten liegt mit knapp 15 Prozent allerdings relativ hoch. Die Verschuldung ist beträchtlich, die Eigenkapitalquote mit 30 Prozent für eine Immobiliengesellschaft eher dünn. An der Börse notiert die Aktie daher mit einem Abschlag von mehr als 30 Prozent auf den Substanzwert von rund 6,70 Euro. Der müsste aber bei einem Rausdrängen der freien Aktionäre in etwa gezahlt werden.

Colonia Real Estate



ISIN:	DE0006338007
Streubesitz in Prozent:	20,95
Wert Streubesitz in Mio. Euro:	41,9
Net Asset Value je Aktie 12/13e in Euro:	6,64/6,75
Dividendenrendite in Prozent:	–

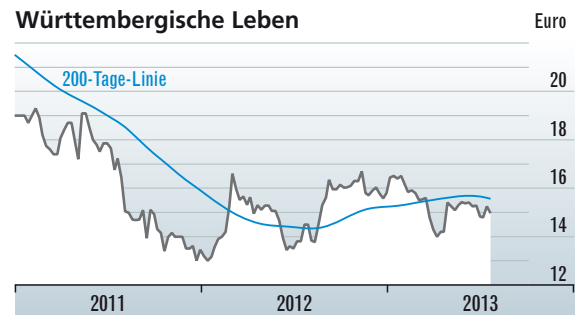
e = erwartet

Quelle: Thomson Reuters Datastream

Sparen in Schwaben

Seit der Jahrtausendwende notieren die Württembergische Leben (WL) und ihr Mutterkonzern Wüstenrot & Württembergische (W&W) einträchtig nebeneinander an der Börse. Dort häufen sich in jüngster Zeit indes Spekulationen, dass dies nicht dauerhaft so bleiben könnte. Zum einen, weil die Börsennotiz der Württembergischen Leben für ihre Refinanzierung kaum Wert hat: Der Großaktionär hält mehr als 80 Prozent und müsste so ohnehin das meiste Geld einschießen. Zum anderen, weil W&W-Chef Alexander Erdland bis 2016 die Kosten im Konzern um 140 Millionen Euro senken will. Diesem Schnitt könnte auch die Börsennotiz der WL zum Opfer fallen, auch wenn es bisher aus Stuttgart heißt, an ein Delisting werde nicht gedacht. Günstig zu haben wäre es allemal: Die Aktie notiert nur zu einem Drittel ihres Kursniveaus von vor der Finanzkrise und mit einem KGV von ganzen vier. Ein Kauf der restlichen 16 Prozent käme so nicht sehr teuer. Eine schöne Wartepremie für Abfindungsspekulanten gibt es indes nicht: WL schüttete nur elf Cent je Aktie oder 1,3 Millionen Euro aus – bei einem Reingewinn von 44,6 Millionen Euro.

Württembergische Leben



ISIN:	DE0008405028
Streubesitz in Prozent:	16,58
Wert Streubesitz in Mio. Euro:	30,5
KGV 12/13:	4,0/3,9
Dividendenrendite in Prozent:	0,7

e = erwartet

Quelle: Thomson Reuters Datastream