

„Die letzte Aktie ist die teuerste“

Das billige Geld der Notenbanken treibt das Geschäft mit **Aufkäufen** und **Übernahmen**. Anleger können mitverdienen – unabhängig davon, wie die Börse gerade läuft.

TEXT GEORG BUSCHMANN

Die Nachricht, die am 11. September auf seinem Bildschirm aufpoppt, ist wie gemacht für Thomas Einzmann: „Börse Hongkong will London Stock Exchange (LSE) übernehmen, bietet 84 Pfund je Aktie.“ Der Kurs der Londoner Börse schießt binnen Minuten von 68 auf 79 Pfund. Wer jetzt kauft, würde immer noch knapp fünf Pfund verdienen – wenn die Übernahme klappt.

Einzmann ist Fondsmanager, auf Übernahmen spezialisiert. Für die süddeutsche TBF managt er mehrere Hundert Millionen Euro – bevorzugt investiert in Firmen, die übernommen werden sollen. Die bieten Investoren immer wieder gute Gelegenheiten: Weil Aufkäufer einen Aufschlag auf den Börsenkurs bieten. Oder weil Aktionäre nach Abschluss der Transaktion noch einen Nachschlag rausholen können.

Das Charmante an der Strategie ist, dass sie unabhängig vom Marktgeschehen funktioniert. Ob die Börse steigt oder fällt, ist egal. Entscheidend ist nur, ob die Übernahme zustande kommt und der Investor seine Prämie kassieren kann. Gerade jetzt ist das verlockend. Anleger sind nervös, fürchten nach den Attacken auf die saudischen Ölraffinerien eine schwächere Weltkonjunktur.

Von den Märkten unabhängige Erträge sind daher gefragt. Zumal Anleihen solider Schuldner keine Alternative mehr sind – sie rentieren negativ. Was Anleger schmerzt, freut Finanzinvestoren und Konzerne: Sie bekommen billig Kredite, mit denen sie Übernahmen finanzieren. „Das Niedrigzinsumfeld generiert Opportunitäten auf Jahre hinaus“, sagt Rudolf Ferscha. Der Exmarktvorstand der Deutschen Börse und ehemalige Goldman-Sachs-Manager investiert mit seiner Londoner Gledhow Capital Partners seit 2006 in Übernahmesituationen. Sinnvoll einsteigen können Investoren bei Übernah-

STABILE RENDITE

Übernahmefonds schwanken weniger stark als der Aktienmarkt



Quelle: Edhec Business School

men zu drei verschiedenen Zeitpunkten (siehe Grafik Seite 77).

1. Möglichkeit: die Nachricht kaufen

Früheinsteiger investieren, wenn das Übernahmeangebot publik wird. Wie im Fall der LSE steigt der Kurs nach Bekanntwerden einer Offerte oft dicht an den gebotenen Übernahmepreis. Ein Abschlag bleibt meist, weil immer das Risiko besteht, dass die Transaktion scheitert, die Aktie wieder fällt. Hier setzt Einzmann an: Glaubt er an den Deal, kauft er – und kassiert im Erfolgsfall die Differenz zum Angebotspreis als Gewinn. Bei der LSE allerdings ist er skeptisch. Zu viel politischer Widerstand, zu viele ungeklärte Details. „Man muss nicht immer der Erste sein, der schießt“, sagt er. Mit seiner Skepsis lag er bisher richtig. Der LSE-Vorstand hat das Angebot der Hongkonger Börse zurückgewiesen, der Kurs ist wieder deutlich gefallen. Zuversichtlicher sind offenbar die Aktionäre von Osram. Für den Leuchtenkonzern gibt es gleich zwei Angebote; eins von Finanzinvestoren und eins vom Sensorenanbieter AMS. Noch bis zum 1. Oktober können Osram-Anteilseigner sich entschei-

Neue Ufer Die Börse Hongkong (links) will selbst zukaufen, Springer und Osram sind im Visier von Investoren

FOTOS: DDP IMAGES; IMAGO/SCHÖNING; IMAGOSTYEN SHIRON



„Die entscheidende Frage bei einer Übernahme ist: Wie gut ist der Käufer? Von seiner Bonität hängt ab, ob ich mein Geld auch bekomme“

GEORG ISSELS, Vorstand der Beteiligungsgesellschaft Scherzer

den. AMS bietet mit 38,50 Euro den höheren Preis. 70 Prozent der ausstehenden Aktien wollte AMS so ursprünglich einsammeln, hat die Schwelle aber jetzt auf 62,5 Prozent gesenkt. Das erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass der Kauf klappt. Daher stieg der Osram-Kurs bis nah an den gebotenen Preis.

2. Möglichkeit: Abfindung kassieren

War eine Übernahme erfolgreich, bietet sich die nächste Chance. Denn Käufer halten dann in der Regel nur die Aktienmehrheit. Meist geht es ihnen aber darum, beim übernommenen Unternehmen auch durchregieren zu können. So wie aktuell bei Axel Spring-

ger. Für den Medienkonzern hat der Finanzinvestor KKR im Sommer 63 Euro je Aktie geboten, das Angebot war erfolgreich. Doch einige Aktionäre haben ihre Anteile behalten. KKR indes will die Aktien gemeinsam mit Gründer-Witwe Friede Springer und Chef Mathias Döpfner von der Börse nehmen. Ohne den Druck der Börse und damit der Öffentlichkeit lässt sich der Konzern leichter umbauen; die neuen Eigner haben Einschnitte angekündigt. Dafür allerdings müssen sie die verbliebenen Aktionäre erstmal rausbekommen. Die Springer-Aktie notiert daher aktuell sogar über 63 Euro: Investoren spekulieren darauf, dass für sie, um

den Abschied von der Börse zu erleichtern, noch einmal ein Aufschlag herauspringt. Das Risiko, dass die Aktie stark fällt, ist begrenzt. Denn die Abfindung muss sich am Börsenkurs orientieren.

Das gilt auch für Aktien der ehemaligen RWE-Tochter Innogy. Hier hat der Energiekonzern E.On im vergangenen Jahr 86 Prozent der Aktien übernommen und danach über die Börse weiter zugekauft. Jetzt will E.On die verbliebenen Minderheitsaktionäre rauswerfen. Börsianer sprechen vom Squeeze-out (ausquetschen). Das klingt unangenehm, kann sich aber lohnen. Denn auch hier gibt es eine Entschädigung, die vom Aktienkurs abhängt. E.On dürfte daher deutlich mehr zahlen als die knapp 37 Euro beim Übernahmeangebot 2018. Aktuell liegt der Kurs bei rund 45 Euro. Wer seine Aktien trotz des Übernahmeangebots also hielt, kann jetzt einen Zuschlag kassieren.

3. Möglichkeit: Vor Gericht ziehen

Besonders attraktiv: Anleger können überprüfen lassen, ob die Abfindung tatsächlich fair war. Bei diesen sogenannten Spruchverfahren werden ihnen oft Nachschläge zugesprochen. Allerdings ziehen sich die Verfahren meist sehr lange hin, weiß Georg Issels. Er ist Vorstand der Kölner Beteiligungsgesellschaft Scherzer, die sich auf Übernahmen spezialisiert hat, und seit Jahrzehnten im Geschäft. Erst vergangenen Mo-

nat erhielt er positive Nachrichten aus einem Spruchverfahren. Das Landgericht Köln hat Scherzer als ehemaligem Aktionär des Versicherungskonzerns Axa in erster Instanz 33 Euro Nachschlag je Aktie zugesprochen. Die französische Muttergesellschaft hatte Minderheitsaktionäre aus dem Unternehmen gedrängt – im Jahr 2007. Der folgende, jahrelange Rechtsstreit macht Issels nichts aus. „Das kann sich trotzdem lohnen, weil die Forderungen verzinst werden“, sagt er.

Mit dabei ist Issels' Scherzer auch im Streit zwischen der Deutschen Bank und ehemaligen Postbank-Aktionären. Die Deutsche hatte die Postbank 2010 für 25 Euro je Aktie übernommen, Minderheitsaktionäre später mit 35 Euro abgefunden und die Postbank 2015 von der Börse genommen. Doch die Frage, ob die Abfindung fair war, beschäftigt die Gerichte bis heute. Gewinnen die Kläger, erwarten sie hohe Nachzahlungen. „Die letzte Aktie in einem Übernahmeprozess ist in der Regel die teuerste“, bilanziert Fondsmanager Einzmann.

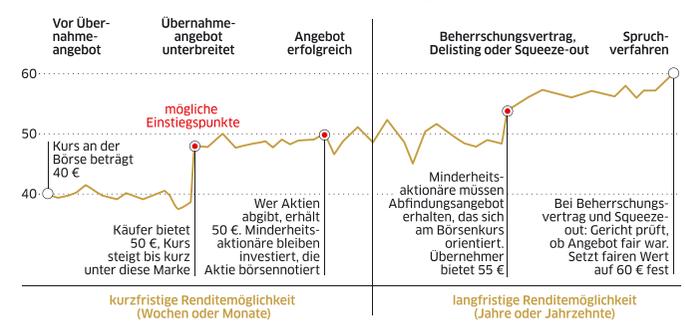
Beteiligungsholding, Fonds, Aktien

Wer von Übernahmeschlachten profitieren will, kann in Beteiligungsgesellschaften investieren. Mit der Scherzer-Aktie etwa sind Anleger bei einer Vielzahl von Übernahmen in unterschiedlichen Stadien dabei: Zum Portfolio zählen Innogy und der Onlinelotterievermittler Lotto24, den Konkurrent Zeal Network in diesem Jahr gekauft hat – zu billig, wie Issels meint. Zudem ist Scherzer in zahlreichen Spruchverfahren engagiert. Mögliche Ansprüche daraus sind nicht in der Bilanz erfasst. Wird also etwa die Nachzahlung aus dem Axa-Verfahren rechtskräftig, würde sich das Vermögen je Aktie und damit auch der Kurs erhöhen. Allerdings machen Übernahmeaktien nur ein Viertel des Portfolios aus, der Rest hat keine Übernahme Komponente. Das erhöht die Rendite – aber auch die Kursschwankungen.

Konstante, planbare Erträge finden Anleger eher bei Fonds. Im Juni legte etwa die Schweizer Bantleon den Event-Driven-Fonds für Privatanleger auf. Fondsmanager Oliver Scharging hat den französischen Ingenieurdienstleister Altran gekauft, der vom Berater Caggemini übernommen werden soll. Dabei bekam er prominente Hilfe von Paul Singer mit seinem Hedgefonds Elliott, der sich ebenfalls bei Altran einkaufte. „Elliott pocht nun auf einen höheren Preis“, sagt Scharging. „Zudem gibt es andere strategische Investoren.“ Scharging kann also entspannt zuschauen, ob sich noch ein Bieterkampf um Altran entwickelt. Sein Fonds investiert aber nicht nur in Übernahmen,

LUKRATIVE GELEGENHEITEN

Wann Anleger an Übernahmen verdienen können (Beispielrechnung)



Quelle: eigene Recherche

sondern auch in andere Spezialsituationen wie Abspaltungen.

Reine Übernahme Fonds sind selten. Aber es gibt sie: Ferscha etwa hat mit seinem Partner Robert Hillmann im Januar einen Aktienfonds für Spezialsituationen aufgelegt. Der Mainberg Special Situations hat in zwei Dutzend europäische Übernahme-situationen investiert, so etwa in den Sensorbauer First Sensor, den ein US-Wettbewerber aufkauft. „Wir sind nicht hinter den 30 Prozent Superrendite her, die es gibt, wenn sich ein Übernahmegeschäft bewährt“, sagt Ferscha. Das sei Spekulation. Der Fonds investiert nur in angekündigte Übernahmen, „in Situationen mit starker Absicherung nach unten, etwa durch ein Bargebot“.

Schon deutlich länger am Markt ist der Aktienfonds Gam Star Merger Arbitrage, der ebenfalls sichere Prämien in Übernahme-situationen abgreifen will. Wie der Mainberg-Fonds soll er stetige Wertzuwächse erzielen und dabei möglichst wenig schwanken – ein Angebot, das in Zeiten, in denen Anleger mit sicheren Anleihen draufzahlen, zunehmend attraktiver wird. Langfristig geht das zulas-

ten der Rendite, wie etwa Berechnungen der Wirtschaftsuniversität Edhec zeigen (siehe Grafik Seite 74). Danach stiegen Fonds, die sich auf Übernahmen spezialisiert haben, nur gut halb so stark wie der US-Aktienindex S&P 500. Dafür schwankten sie deutlich weniger im Wert. Internetblase und Finanzkrise etwa setzten den Fonds kaum zu.

Eine Alternative zu Fonds ist es, direkt in die Aktien von Übernahmekandidaten zu investieren. Mit den Anteilsscheinen von Axel Springer oder Innogy setzen Anleger auf eine attraktive Abfindung. Etwas spekulativer ist die Aktie von Audi. Beim Autobauer hält Volkswagen derzeit 99,6 Prozent der Aktien. Nach langem Stillstand stockte VW die Beteiligung im vergangenen Jahr noch einmal auf. „Ich könnte mir vorstellen, dass VW auch den Rest kauft“, vermutet Investor Issels. Die Wolfsburger könnten sich durch eine Komplettübernahme der lästigen Pflicht entledigen, jedes Jahr eine Hauptversammlung in Ingolstadt abhalten zu müssen. Auch Fondsmanager Einzmann ist bei Audi dabei: „Wir sehen aktuell keinen Anlass, Audi-Aktien abzugeben.“

Die Fondsmanager streben eine kalkulierbare Rendite an – die ist wahrscheinlich, aber auch nicht garantiert. Ganz sicher und viel gewinnt nur, wer vorher von einer bevorstehenden Übernahme weiß. So wie offenbar einige Investoren in London: Denn am Morgen vor Bekanntwerden des Übernahmevorschlags durch die Hongkonger Börse wurden dreimal so viele LSE-Aktien gehandelt wie an normalen Tagen. Der Verdacht liegt nahe, dass Insider ihr Wissen genutzt und sich mit LSE-Aktien eingedeckt haben. Wenig später konnten sie diese mit 18 Prozent Gewinn losschlagen. Ein absolut sicheres Geschäft. Nur: leider verboten. ■

40

Prozent Aufschlag auf den letzten Börsenkurs bot der Finanzinvestor KKR im Juni den Anteilseignern von Axel Springer für ihre Aktien. Für Anleger sind Übernahmen oft attraktiv

FONDS, AKTIE UND CO.

Mit welchen Wertpapieren Anleger in Übernahmen investieren können

| Aktienfonds | | | | | | | |
|---|--------------|------------------------|---|---|--------------------------|---|--|
| Name | ISIN | Volumen (in Mrd. €) | Rendite (Vergleichs-Index) ¹ | Volatilität (Vergleichs-Index) ¹ | laufende Kosten (TER) | Ausgabeaufschlag | Anlagefokus |
| Weltweit | | | | | | | |
| BlackRock Global Event Driven | LU1251620883 | 2,4 | 5,8 (11,3) | 10,8 (11,4) | 1,9% | 5% | Übernahmen, Restrukturierungen, Abspaltungen |
| Gam Star Merger Arbitrage | LU1438036359 | 0,2 | 0,3 (11,3) | 1,5 (11,4) | 1,6% | 5% | Übernahmen |
| Deutschland | | | | | | | |
| Deutsche Aktien Total Return | LU0216092006 | 0,4 | 5,8 (5,6) | 6,9 (13,8) | 1,5% | 3% | Value-Aktien, kleiner Übernahme-Anteil möglich |
| GREIFF „special situations“ | LU0228348941 | 0,2 | 1,7 (5,6) | 5,7 (13,8) | 1,9% | 5% | Übernahmen |
| Börsennotierte Beteiligungsgesellschaften | | | | | | | |
| Name | ISIN | Börsenwert (in Mrd. €) | Kurs/Buchwert-Verhältnis | Dividendenrendite | Kurs/Stoppkurs (in Euro) | Bemerkung | |
| Scherzer & Co. | DE0006942808 | 0,1 | 1,0 | 0,0% | 2,16/1,70 | Nebenwerte-Spezialist mit rund 25 Prozent Übernahme-Anteil | |
| Direktinvestitionen | | | | | | | |
| Name | ISIN | Börsenwert (in Mrd. €) | Kurs/Gewinn-Verhältnis ² | Dividendenrendite ² | Kurs/Stoppkurs (in Euro) | Bemerkung | |
| Audi | DE0006757008 | 34,4 | 10 | 0,5% | 800,00/790,00 | Spekulation auf möglichen Squeeze-out durch Großaktionär VW | |
| Innogy | DE000A2AADD2 | 25,0 | 28 | 2,7% | 45,01/43,00 | Squeeze-out angekündigt, Abfindung und Nachschlag möglich | |
| Axel Springer | DE0005501357 | 6,9 | 30 | 3,4% | 63,85/60,00 | Börsenrückzug geplant, Spekulation auf Abfindung | |
| Scout24 | DE000A12DM80 | 5,4 | 35 | 1,4% | 50,00/47,00 | Nach gescheiterter Übernahme im Frühjahr für Finanzinvestoren interessant | |

¹Jeweils über 3 Jahre annualisiert; in Prozent; Vergleichsindex weltweit: MSCI World; Deutschland: Dax; ²für 2019 geschätzt. Quelle: Morningstar, Bloomberg, eig. Recherche; Stand: 17. September 2019