

HERBSTBERICHT

Zweistellige Renditen aufs Frühstücksbrot – unsere Margarine-Anleihe

F&M
FRANKFURT
ASSET MANAGEMENT



2025

WERBUNG

DEUTSCHE ABFINDUNGS- UND ÜBERNAHMEWERTE – SPANNEND, ERTRAGREICH UND SCHWANKUNGSARM

Aus verschiedenen Gründen beschränken sich Aktienanleger heute fast ausschließlich auf den Erwerb von ETFs. Leider werden dabei häufig das hohe Anlagerisiko von ETFs (möglicherweise negatives Investmenterlebnis) und die Tatsache übersehen, dass sich mit passiven Produkten keine risikobereinigten Überrenditen (sog. „Alpha“) erzielen lassen. Um unseren Kunden nicht nur im Anleihebereich, sondern auch bei Aktien aber genau an solchen „Alpha-Quellen“ beteiligen zu können, arbeitet die FAM mit verschiedenen anderen Vermögensverwaltern zusammen, die sich erfolgreich auf eine bestimmte Aktienklasse spezialisiert haben. Hierzu zählen beispielsweise deutsche Abfindungs- und Übernahmewerte.

Die Übernahme einer börsennotierten Gesellschaft durch ein anderes Unternehmen oder einen Finanzinvestor zählt zu den spannendsten, zweifelsohne aber auch zu den komplexesten Ereignissen an den Kapitalmärkten. Sie bewegen nicht nur Kurse, sondern oft auch ganze Branchen und sind für Aktionäre, Arbeitnehmer und die betroffenen Vorstände von großer Tragweite.

In vielen Fällen wird den Aktionären der Zielgesellschaft ein Übernahmepreis geboten, der deutlich über dem aktuellen Börsenkurs liegt. Historisch betrachtet entsprechen die bezahlten Prämien einem Aufschlag von 20 bis 30 Prozent auf den letzten Börsenkurs. Bei hinreichender Attraktivität des Unternehmens in Kombination mit euphorisierter Börsenstimmung sind in Einzelfällen auch Übernahmeprämien von 100 Prozent und mehr möglich. Unternehmenskäufer, die nicht bereit sind, einen „guten“ Preis zu bezahlen, haben geringe Erfolgsaussichten. Liegt die Offerte auf dem Tisch, muss der Anleger entscheiden. Dem ersten Impuls folgend verkaufen viele Aktionäre und Erlösen den Großteil der Übernahmeprämie. Wer dabei bleibt oder jetzt erst kauft, muss

sich nun intensiver mit übernahmespezifischen Themen auseinandersetzen, die durchaus ihren Charme haben können. So ist ein Übernahmeangebot nicht zwingend das Ende, sondern oft der Anfang einer guten Investmentidee.

Um für alle Marktteilnehmer Fairness zu gewährleisten und einen gewissen Schutz zu garantieren, sind Übernahmeangebote stark reguliert. Sie müssen veröffentlicht werden und mit klaren Fristen versehen sein, sodass sich Aktionäre informieren und entscheiden können. In Deutschland unterliegt ein Übernahmeangebot beispielsweise den strengen Regeln des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG). In ihm ist für börsennotierte Unternehmensanteile etwa ein Mindestpreis festgelegt, durch den die Angemessenheit der Gegenleistung garantiert werden soll. Nach § 5 WpÜG-Angebotsverordnung muss diese „mindestens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der durch einen Bieter zu erwerbenden Aktien einer Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor Veröffentlichung der Entscheidung zur Abgabe eines Angebots bzw. der Veröffentlichung der Kontrollenerlangung entsprechen“.

Viele Übernahmen sind zudem an Bedingungen geknüpft, die für eine erfolgreiche Durchführung der Transaktion erfüllt werden müssen. Im Rampenlicht stehen dabei logischerweise erforderliche Annahmekquoten und kartellrechtliche Themen. So können Regulierungsbehörden Deals blockieren, wenn beispielsweise ein Zusammenschluss von Unternehmen den Wettbewerb oder auch staatliche Interessen gefährden würde. GlobalWafers kündigte im Dezember 2020 beispielsweise an, den Waferhersteller Siltronic übernehmen zu wollen. Da Siltronic ein deutsches Unternehmen mit kritischer Technologie ist, musste das Bundeswirtschaftsministerium die Übernahme genehmigen. Nach intensiver Prüfung ließ das Wirtschaftsministerium die Genehmigungsfrist Ende Januar 2022 verstreichen, ohne eine Entscheidung zu treffen. Damit war die Übernahme gescheitert. Der Börsenwert von Siltronic macht heute gerade noch ein Viertel dessen aus, was seinerzeit im Rahmen der Übernahme geboten wurde.

Übernahmen ziehen sich also häufig über Monate hin – ohne Garantie auf Erfolg. Und nicht jede Firma möchte übernommen werden. Als Abwehrmaßnahmen gegen diese „feindlichen“ Übernahmen dienen sogenannte „Poison Pills“ – also Giftpillen, die eine Übernahme für den nicht gewünschten Käufer so unattraktiv wie nur möglich machen. Die Verwässerung des Aktienkapitals oder der Verkauf von Vermögenswerten sind als klassische Appetithemmer zu nennen. Alternativ schaut man sich auch gerne nach einem passenderen Übernahmepartner um, im Börsenjargon als „White Knight“ oder weißer Ritter bezeichnet.

Wenn sich gar zwei oder mehrere Interessenten um das Objekt der Begierde streiten, kann dies aus Investorensicht

einen wahren Geldregen nach sich ziehen. Bieterkämpfe an der Börse, bei denen hohe Prämien gezahlt werden, sind zwar selten, aber äußerst attraktiv. Ein prominentes Beispiel aus Deutschland ist der Fall Zooplus. Im Jahr 2021 lieferten sich zwei Finanzinvestoren, Hellman & Friedman und EQT, einen Bieterkampf um den Onlinehändler für Haustierbedarf und trieben den Übernahmepreis von ursprünglich 390 Euro auf 460 Euro pro Aktie – eine Prämie von mehr als 85 % auf den letzten Schlusskurs – nach oben. Nachbesserungen einer Offerte gibt es hingegen häufiger, wie jüngst bei ProSiebenSat.1 gesehen. Die von der Berlusconi-Familie kontrollierte Medienholding MediaForEurope (MFE) hat als größter Aktionär von ProSiebenSat.1 ihr Übernahmeangebot deutlich erhöht, nachdem das Erstgebot – ein sogenanntes „low ball“-Angebot – als zu niedrig angesehen wurde. Das Konkurrenzangebot eines anderen Großaktionärs, des tschechischen Finanzinvestors PPF, setzte die Italiener unter Zugzwang. Letztlich konnte sich MFE dann doch die angestrebte Mehrheit der Anteile sichern und mit dem verbesserten Angebot auch den – ungeliebten – Mitaktionär aus Tschechien überzeugen.

Je nach Land weichen die Spielregeln für Übernahmen mehr oder weniger stark voneinander ab. Die Gepflogenheiten im angelsächsischen Sprachraum sind vielfach ähnlich, aber nicht deckungsgleich. In Europa gab es 2002 eine Harmonisierung der Übernahmeregeln. Wie vielfach bei EU-Regularien kocht jedoch auch bei den Gesetzen für Übernahmen regelmäßig jedes EU-Land noch sein eigenes Süppchen. Aus Sicht eines Investors sind das deutsche Aktiengesetz und das hiesige Übernahmerecht besonders schmackhaft gewürzt.

ABFINDUNGS- UND ÜBERNAHMEAKTIEN – EINFACH ERKLÄRT

Bei sogenannten „Abfindungs- und Übernahmeaktien“ handelt es sich um eine Assetklasse, die rein formal zwar dem Aktienbereich zuzuordnen ist, bei der in vielen Fällen aber anleiheähnliche Charakterzüge überwiegen. Sie verfügen in der Regel über einen starken Ankerinvestor und sind im weiter fortgeschrittenen Stadium oft über einen Unternehmensvertrag eng mit dessen Ertragskraft verbunden. So garantiert der Mehrheitsaktionär nach Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrags den Ausgleich eventuell anfallender Verluste. Dafür erhält der Mehrheitsaktionär Zugriff auf sämtliche Gewinne. Außerdem ist er zur Zahlung einer jährlichen Garantiedividende, die zum Teil deutlich über den Ausschüttungen typischer Aktien liegt, an die Aktionäre des beherrschten Unternehmens verpflichtet.

Während der oft Jahre andauernden gerichtlichen Überprüfung der vom Mehrheitsaktionär gebotenen Abfindung können die Aktien diesem zu einem klar definierten Preis angedient werden. Das sorgt neben regelmäßigen attraktiven Ausschüttungen für eine Absicherung gegen größere Kursverluste. Konjunkturelle Abschwünge, veränderte internationale Handelsbeziehungen oder Managementfehler haben deshalb kaum Einfluss auf die Preisentwicklung entsprechender Werte. Äußerst geringe Volatilitäten sind die Folge. Die Andienungsmöglichkeit endet zwei Monate nach Eintragung der Spruchverfahrensentscheidung im Elektronischen Bundesanzeiger.

Zusätzliches Kurspotenzial ergibt sich für deutsche Abfindungs- und Übernahmeaktien durch eine mögliche Neubewertung im Rahmen weiterer aktienrechtlicher Maßnahmen, wie z.B. der Durchführung eines Squeeze-Outs oder durch eine Nachbesserung der ursprünglich festgesetzten Abfindung bzw. der jährlich zu zahlenden Garantiedividende im Rahmen eines gerichtlichen Überprüfungsverfahrens („Spruchverfahren“).

GREIFF „special situations“ Fund
Gesetze bestimmen den Preis!



Art des Angebots / Strukturmaßnahme	Voraussetzungen	Preisermittlung
Pflichtangebot (gem. WpÜG)	Überschreitung 30 %- Schwelle	Rechtlicher Mindestpreis aus Börsenkurs bzw. Vorerwerb (Genehmigung durch BaFin)
Freiwilliges Übernahme- angebot (gem. WpÜG)	Auf Kontrollerwerb (>30%) ausgerichtet	Rechtlicher Mindestpreis aus Börsenkurs bzw. Vorerwerb (Genehmigung durch BaFin)
Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (gem. 291ff AktG)	Überschreitung 75%-Schwelle	Rechtlicher Mindestpreis aus Börsenkurs bzw. gutachterlicher Bewertung / alternativ jährliche Ausgleichszahlung (jeweils gerichtlich überprüfbar)
Squeeze Out (gem. § 327a AktG)	Überschreitung 95%-Schwelle	Rechtlicher Mindestpreis aus Börsenkurs bzw. gutachterlicher Bewertung (gerichtlich überprüfbar)



Seit 2002 existieren in Deutschland ausführliche rechtliche Bestimmungen zu Wertpapiererwerb und Übernahmen.

OFT WIRD ES ERST NACH DER ABGABE DES ÜBERNAHMEANGEBOTS INTERESSANT

Da sich Übernahmespekulationen oft über lange Zeiträume erstrecken, sie keineswegs immer aufgehen oder in anderen Fällen das Warten auf die entscheidende Nachricht zu einer „never ending story“ wird, bietet sich meist nicht die Spekulation auf das Ereignis selbst an, auch wenn es hierbei in der Regel zu den höchsten prozentualen Kursgewinnen kommt. Langfristig lukrativer ist es vielmehr, auf die dem Erstgebot nachgelagerten Strukturmaßnahmen zu setzen.

An erster Stelle ist hier der sogenannte Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu nennen. In solchen Situationen möchte sich der Großaktionär im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages die Gewinne sowie die vollen Durchgriffsrechte an seiner Mehrheitsbeteiligung sichern. Im Gegenzug erhalten die Streuaktionäre ein neues Übernahmeangebot auf Basis eines gesetzlichen

Mindestpreises. Ein höherer Abfindungspreis kann sich aus dem Gutachten der Wirtschaftsprüfer ergeben. Voraussetzung dafür: Der Unternehmensvertrag muss mit einer qualifizierten Mehrheit von 75 % des auf der Hauptversammlung vertretenen Grundkapitals beschlossen werden.

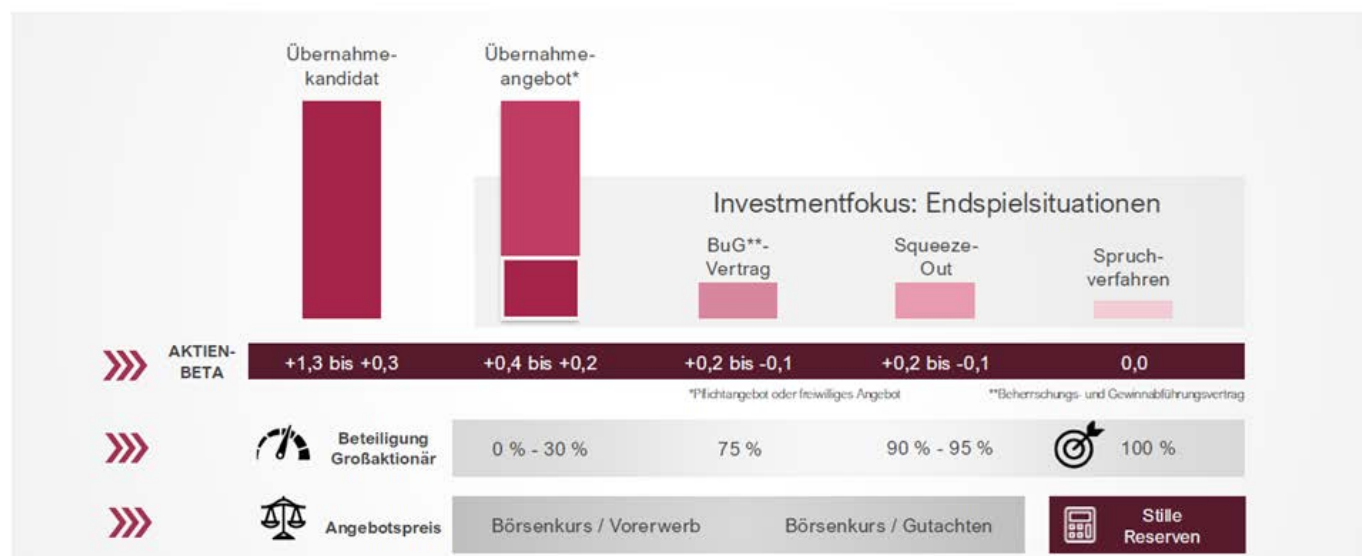
Erhält der Beschluss die nötige Zustimmung, so ist an die Aktionäre, welche die Abfindung nicht annehmen, jährlich eine garantierte Dividende zu entrichten, die deutlich über der Ausschüttung klassischer Aktien und der Verzinsung am Rentenmarkt liegt. Als Daumenregel kann die aktuelle Rendite einer zehnjährigen Bundesanleihe zzgl. 200 bis 300 bps verwendet werden! Aktuell liegt die durchschnittliche Garantiedividende bei über 5 % pro Jahr und bietet somit einen zusätzlichen „Airbag“ bei Kursrückgängen an den Kapitalmärkten.

DIE LETZTEN STÜCKE SIND DIE TEUERSTEN

Das Ziel eines strategischen Käufers ist in aller Regel eine Komplettintegration. Je schneller, desto besser! Käufer, die nach dieser Devise agieren, billigen dem verbliebenen Streubesitz oftmals eine sogenannte „Lästigkeitsprämie“ zu. Diese Ertragspotenziale lassen sich meist in Zusammenhang mit einem Squeeze-Out realisieren. Der Großaktionär hat dabei bereits Zugriff auf 95 % der Aktien. Auch hier findet die Regelung eines Mindestpreises Anwendung (siehe

Grafik nächste Seite). Oft finden sich hier aktivistische Aktionäre ein, die eine solche Maßnahme unterbinden können und den Käufer zur Zahlung einer Prämie „nötigen“, die letztendlich allen noch in der Gesellschaft verbliebenen Minderheitsaktionären zugutekommt. Der Wegfall rechtlicher und buchhalterischer Einschränkungen wiegt aus Sicht des Großaktionärs eine Prämie für eine vollständige Übernahme zu meist auf.

GREIFF „special situations“ Fund
Idealtypischer Verlauf einer Übernahme

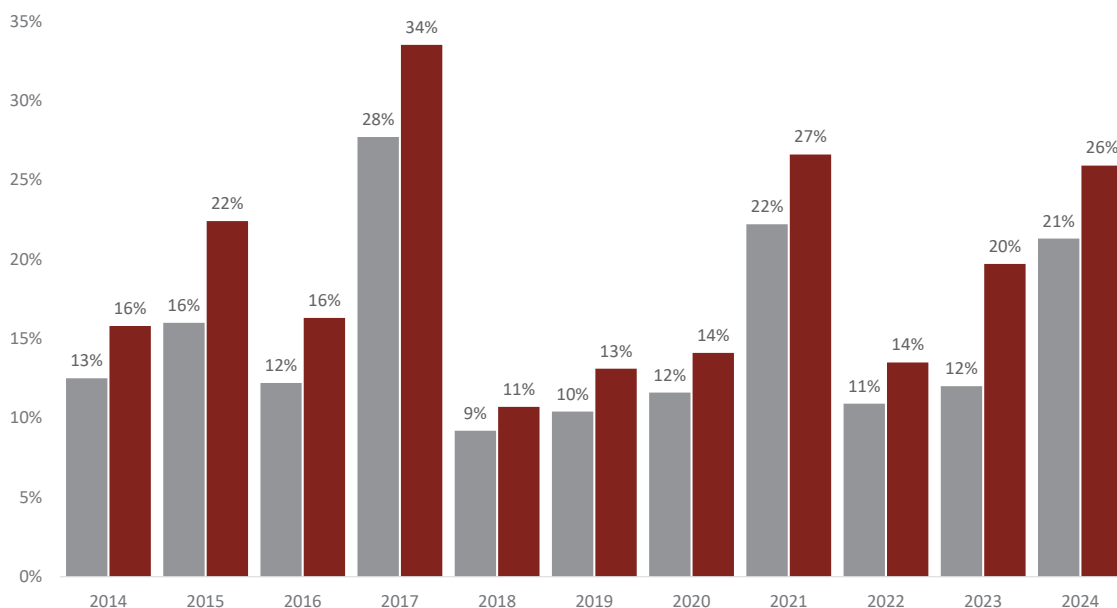


GERICHTLICHE ÜBERPRÜFUNG DER ANGEMESSENEN ABFINDUNG (SPRUCHVERFAHREN)

Den genannten Strukturmaßnahmen (z. B. Abschluss eines BuG-Vertrags, Squeeze-Out, Delisting) folgt in aller Regel ein sogenanntes Spruchverfahren. Dabei überprüft das zuständige Gericht auf Antrag eines oder mehrerer Minderheitsaktionäre im Nachhinein die Angemessenheit der Abfindung und/oder der Garantiedividende. Derartige Verfahren dauern häufig viele Jahre. Oft kommt das Gericht am Ende des Tages aber doch zu einer positiven Bewertung und setzt für die betroffenen Aktionäre eine nicht unerhebliche Nachbes-

serung fest. Laut empirischen Untersuchungen lagen diese – bei zwischen 2014 und 2024 abgeschlossenen Fällen – meist durchschnittlich im zweistelligen Prozentbereich. Hinzu kommt die Aufzinsung der Nachbesserung seit Beschluss der entsprechenden Strukturmaßnahme mit fünf Prozentpunkten über dem Basiszins der Bundesbank. Letzterer liegt aktuell bei 1,27 %. Ausrechnen lässt sich der Zinsbetrag nach Verfahrensbeendigung über die Seite „www.basiszinssatz.de/zinsrechner/“.

Spruchverfahren: Renditen durch Nachbesserung



Quelle: Solventis Research, Bundesanzeiger

„DIE LETZTE AKTIE IST DIE TEUERSTE“



Dirk Sammüller und Thomas Einzmann
Geschäftsführer der Capiro Capital GmbH und
Berater des GREIFF special situations Fund
(WKN: A0F699)

Die Capiro Capital GmbH wurde im September 2021 gegründet und wird durch die beiden Geschäftsführer Dirk Sammüller und Thomas Einzmann vertreten. Die handelnden Personen verfügen über eine mehr als 20-jährige Expertise im Management von Investmentfonds und Spezialfonds für institutionelle Anleger wie Stiftungen oder Pensionskassen. Dirk Sammüller und Thomas Einzmann zählen dabei zu den wenigen Experten bei „Deutschen Spezielsituationen“ insbesondere bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen und Squeeze-Outs. Auch im internationalen Übernahmerecht können die beiden auf langjährige, profunde Kenntnisse zurückgreifen. Zudem bieten Einzmann und Sammüller auch Researchdienstleistungen an.

FAM: Beschreiben Sie bitte kurz den oder die Investitionsschwerpunkte des GREIFF special situations Fund.

Dirk Sammüller und Thomas Einzmann: Unser Fonds investiert vornehmlich in Übernahme-situationen in Deutschland. Der erste Schritt sind oft klassische Übernahmeangebote. Häufig stellen diese Aktien reine Arbitrageinvestments dar. Manchmal ergeben sich in diesem Stadium Bietergefechte oder Nachbesserungen, die im besten Fall schnelle, hohe zweistellige Renditen abwerfen können. Viel spannender und passender für unsere Strategie sind jedoch Aktien, bei denen es nach einem erfolgreichen Übernahmeangebot zu weiteren Strukturmaßnahmen kommt. An erster Stelle ist hier der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu nennen. Meist zieht es sich bis zur finalen Gerichtsentscheidung über Jahre. Das Finale in solchen Übernahmeprozessen stellt der sogenannte Squeeze-Out dar. Auch hier kann das von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer angefertigte Gutachten zu einer höheren Abfindung als der gesetzlich geregelte Mindestpreis führen.

FAM: Können Sie bitte noch einige Worte zur Strategie bzw. zur Anlagephilosophie des Fonds sagen.

Unsere Strategie würde ich als Absolute Return orientierten Ansatz sehen. Wir managen zwar ein reinrassiges Aktienprodukt, bewegen uns aber überwiegend in einem durch das Aktien- und Wertpapierübernahmengesetz regulierten Umfeld. Garantierte Dividenden und gesetzlich fixierte Preise schützen selbst bei heftigsten Börsenturbulenzen vor stärkeren Kursrücksetzern.

FAM: Mit welcher Anlagedauer sollten Käufer Ihres Fonds mindestens kalkulieren? Welches Renditeziel p.a. streben Sie über diesen Zeithorizont hinweg an?

Prinzipiell muss man in diesem Marktsegment einen sehr langen Atem mitbringen. Die höchste Rendite erwirtschaften In-

vestoren in der Regel, wenn sie alle Stadien des Übernahmeprozesses inklusive der Spruchverfahren durchlaufen. Über den Zyklus von 10 Jahren sollten Renditen von 5 bis 7 Prozent p.a. möglich sein. In der Regel ist die letzte Aktie auch die Teuerste!

FAM: Bei Abfindungs- und Übernahmeaktien machen nachträgliche Aufbesserungen der Abfindung oder Garantiedividende durch das zuständige Gericht einen wichtigen Wertsteigerungsfaktor aus. Wie spiegeln sich diese im jeweils aktuellen Fondspreis wider. Was müssen Fondskäufer somit für entsprechende Nachbesserungsrechte im Fondsvermögen bezahlen?

Diese Aufbesserungen ergeben sich aus den Spruchverfahren. Hier bietet der Fonds mit eins der attraktivsten Assets, die ich in der deutschen Fondslandschaft kenne. Da wir diese Nachbesserungsrechte ohne Wertansatz in der Bilanz haben, schlägt sich jeder auch noch so kleine Sieg vor Gericht in einer Aufwertung des Fonds nieder. Eine Verzinsung gibt es auch noch, aktuell 6,27%. Es kommt nicht selten vor, dass bei jahrelang dauernden Spruchverfahren der Zinsanteil die originäre Aufbesserung übertrifft. Der Topf an diesen sogenannten „Stillen Reserven“ im Fonds beläuft sich auf über 150 Mio. EUR und ist damit dreimal so hoch wie das aktuelle Fondsvolumen. Also eine attraktive Relation für jeden Neukäufer, da er diesen Zusatzjoker umsonst bekommt.

FAM: Welche 1-2 Abfindungs- und Übernahmewerte finden Sie derzeit besonders interessant?

Unter längerfristigen Aspekten traue ich SNP Schneider-Neureither eine gute Performance zu. Ein Squeeze-Out auf absehbare Zeit dürfte weiteres Kurspotenzial mit sich bringen. Des Weiteren verfolgen wir die Entwicklungen rund um ProSieben SAT1 Media. Die italienische MFE-Gruppe ist nach der Aufbesserung ihrer Übernahmeofferte einer Komplettübernahme schon ziemlich nah.



FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Telefon +49 (0) 69 244 500 50
E-Mail info@frankfurtasset.com
Web www.frankfurtasset.com

IMPRESSUM

Herausgeber:
FAM Frankfurt Asset Management AG
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main

Redaktionsschluss: 08.10.2025
Auflage: 600 Stück

Gestaltung & Realisierung:
motion one GmbH
Auf dem Bügen 2
65474 Bischofsheim

Fotos: Michael Wicander
© 2025 Änderungen vorbehalten

DISCLAIMER

Diese Publikation wurde von der FAM Frankfurt Asset Management AG erstellt. Sie ist kein Angebot, keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung und keine unabhängige Finanzanalyse und kann eine Anlageberatung nicht ersetzen. Die gesetzlichen Anforderungen zu Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen wurden nicht eingehalten. Ein Verbot des Handels der besprochenen Finanzprodukte vor oder nach der Veröffentlichung dieses Dokuments besteht nicht.

Die Publikation dient ausschließlich der Information unserer Kunden und darf nicht weitergegeben werden. Sie darf weder ganz noch teilweise an Dritte weitergegeben oder ohne schriftliche Einwilligungserklärung verwendet werden.

Die Informationen in diesem Dokument beruhen auf externen Quellen, die wir für zuverlässig halten, aber keiner neutralen Prüfung unterzogen haben. Wir übernehmen weder Gewähr noch Haftung für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen. Die in diesem Dokument vertretenen Meinungen stellen ausschließlich die Auffassungen der Autoren dar und können sich jederzeit ändern; solche Meinungsäußerungen müssen nicht publiziert werden.

Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Der Wert jedes Investments oder der Ertrag kann sowohl sinken als auch steigen, und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Gesamtbetrag zurück. Dort, wo ein Investment in einer anderen Währung als der lokalen Währung des Empfängers der Publikation denominiert ist, könnten Veränderungen des Devisenkurses eine Negativwirkung auf Wert, Kurs oder Ertrag dieses Investments haben.