

Was tun, wenn es zur Übernahme kommt?

SCHWEIZ «Finanz und Wirtschaft» zeigt auf, wie eine öffentliche Übernahme abläuft und welche Optionen Aktionäre haben.

MIRIAM KAPPELER

Die Aktionäre von Vifor Pharma stehen vor einer Entscheidung: Der australische Biotechnologiekonzern CSL bietet den Eignern umgerechnet rund 165 Fr. pro Aktie in bar an, was einer stolzen Prämie von 60% zum Zwischentief Anfang Dezember entspricht. Im Frühling winkt zusätzlich eine Dividende von 2 Fr. Die Angebotsfrist läuft bis zum 2. März um 16 Uhr. Nun stellt sich die Frage, ob die im Depot gehaltenen Titel angeeignet werden sollen.

Aufkeimende Übernahmespekulationen sorgen immer wieder für Kursfeuerwerke. Viele Anleger versuchen daher, mögliche Übernahmekandidaten frühzeitig ausfindig zu machen. Doch längst nicht alle wissen, wie diese Prozesse vonstattengehen. «Finanz und Wirtschaft» erklärt den Prozess von A bis Z.

1 AM ANFANG STEHT DIE VORANMELDUNG

Oftmals stehen die Unternehmen bereits miteinander in Kontakt, ohne dass die Öffentlichkeit etwas davon mitbekommt. In der Schweiz sind die allermeisten Übernahmen freundschaftlicher Natur, was bedeutet, dass der Übernahmekandidat das Angebot gutheisst und diese Empfehlung meist im Zuge der Voranmeldung ausspricht.

Es kann allerdings auch vorkommen, dass das Zielunternehmen von einer Voranmeldung überrascht wird oder bereits vergeblich versucht hat, eine Übernahme abzuwenden. In diesem Fall spricht man von einer feindschaftlichen Übernahme. Überschreitet ein Grossaktionär die Schwelle von einem Drittel der Stimmrechte, so ist er gesetzlich dazu verpflichtet, ein Übernahmeangebot abzugeben, sofern diese Regelung nicht aus den Statuten der Gesellschaft entfernt wurde.

2 ANGEBOT WIRD UNTERBREITET

Nach der Voranmeldung hat der potenzielle Käufer sechs Wochen Zeit, um einen Angebotsprospekt zu veröffentlichen, der den Konditionen der Voranmeldung entspricht. Im Prospekt enthalten sind Details zu Preis, Fristen und allenfalls auch weiteren Bedingungen wie beispielsweise Mindestandienungsquoten.

Abweichungen zur Voranmeldung sind nur dann zulässig, wenn sich diese gesamthaft gesehen zugunsten der Aktionäre auswirken (z.B. Erhöhung des Preises, Streichung von Bedingungen). Es ist die Aufgabe der Depotbank, den Aktionär über das Angebot zu informieren. Die Kommunikation erfolgt bei privaten Anlegern nach wie vor auf schriftlichem Weg.

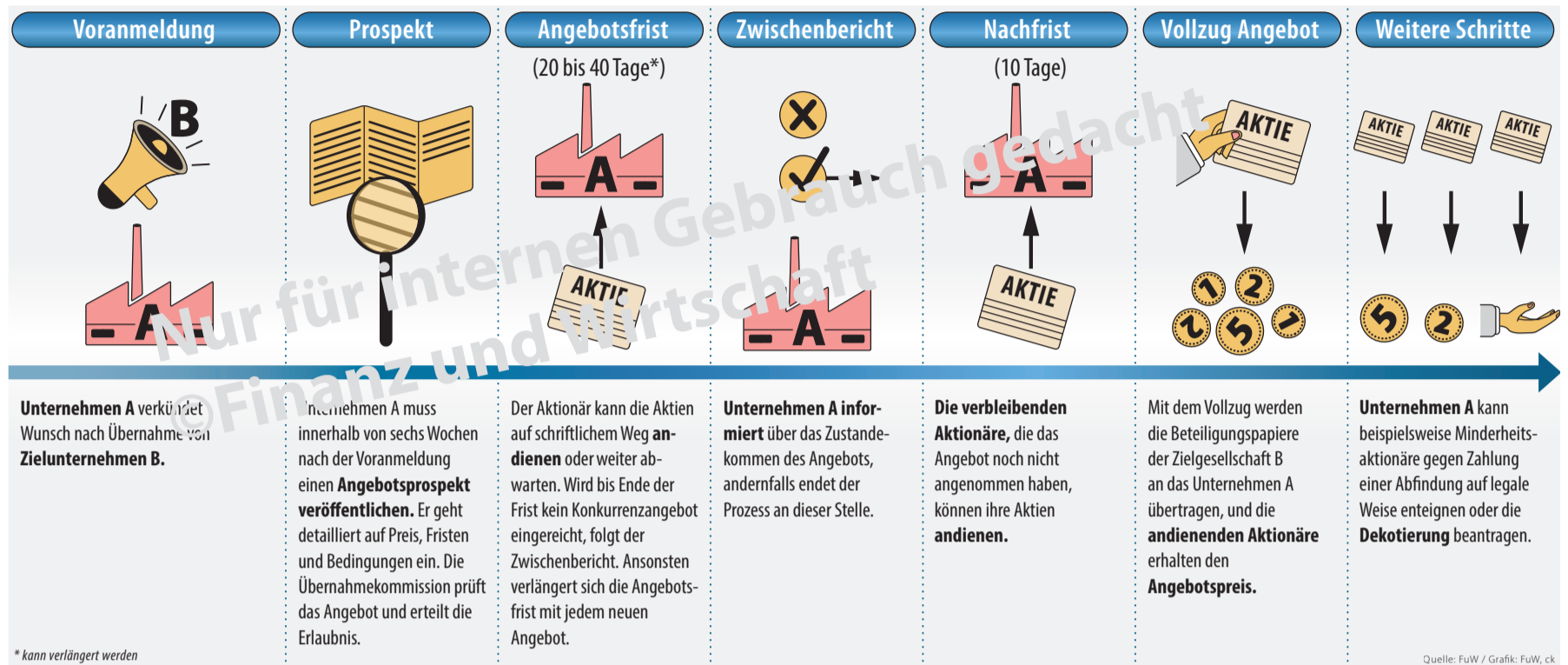
3 ANDIENEN ODER NICHT?

Bei einem Barangebot wird der Angebotspreis ausschliesslich in bar beglichen. Dies ist die präferierte Form der Auszahlung – vorausgesetzt, der Preis liegt signifikant über dem Marktkurs. Bei einem Angebot in Fremdwährung trägt der Aktionär zudem ein Wechselkursrisiko. Alternativ kann der Übernahmepreis auch in Aktien bezahlt werden.

Laut Brice Bolinger, M&A-Chef der Credit Suisse in der Schweiz, wird diese Praxis häufiger bei sogenannten Mergers of Equals in Erwägung gezogen, bei denen die beiden fusionierenden Unternehmen in etwa gleich gross sind und Synergien aufweisen. Anleger müssen sich dann fragen, ob sie am Käufer beteiligt sein wollen. Ist dies der Fall, kann der Aktionär die Beteiligung andienen. Wird eine Beteiligung an anderen Unternehmen nicht angestrebt, so kann der Aktionär die Papiere entweder am Markt verkaufen oder untätig bleiben.

4 KOSTEN FALLEN WEG

Beim Andienen müssen Privatanleger in der Schweiz keine Steuer auf den Kapitalgewinn bezahlen. «Die Stempelsteuer und



die Transaktionskosten übernimmt normalerweise der Anbieter», sagt Bolinger. Für Anleger fallen also keinerlei Kosten an.

5 KURSREAKTIONEN VERRATEN EINIGES

Im Normalfall nähert sich der Kurs des Zielunternehmens nach der Ankündigung dem Angebotspreis an. Die Differenz ist auf das Risiko zurückzuführen, dass sich der Prozess in die Länge zieht oder die Übernahme nicht zustande kommt.

Wenn der Kurs nach einer Ankündigung erheblich unter dem Angebotspreis

liegt, so halten die Aktionäre eine Übernahme für unwahrscheinlich. Übersteigt der Kurs den Kaufpreis, rechnen die Aktionäre hingegen mit einem besseren Angebot. Dies war beispielsweise 2005 bei der Übernahme des Vermessungstechnikers Leica Geosystems der Fall.

6 RISIKOARBITRAGE

Es gibt auch Anleger – in der Regel spezialisierte Fondsmanager –, die nach Bekanntgabe einer Übernahme Aktien der Zielgesellschaft kaufen und diese dann

zumeist bis zum Abschluss der Übernahme halten. Diese Investmentstrategie basiert auf dem Ausnutzen der normalerweise positiven Preisdifferenz zwischen Angebotspreis und Aktienkurs.

7 BEGINN DER ANGEBOFSFRIST

Der Anbieter kann die Dauer der Angebotsfrist bestimmen. Diese darf zwischen 20 und 40 Tage betragen. «In den meisten Fällen wird eine Frist von 20 Tagen gewählt», sagt Bolinger. Dafür gebe es zwei Gründe: Aus Investorensicht ist eine kurze Frist von Vorteil, um schneller das Geld zu erhalten. Für den Anbieter ist eine kurze Frist ebenfalls von Vorteil, da konkurrierenden Bietern nicht so viel Zeit bleibt, um ein Angebot zu unterbreiten. Häufig wird das Zustandekommen des Angebots an Bedingungen geknüpft wie zum Beispiel eine Andienungsquote von mindestens zwei Dritteln. Aber auch ein Umsatzeinbruch kann den Anbieter von der Übernahmepflicht befreien.

«Die Annahme des Angebots ist verbindlich und kann nicht einseitig widerrufen werden», sagt Dominique Anderes, Rechtsanwalt bei Bruppacher Hug & Partner. Da angeordnete Aktien gelegentlich auf einer zweiten Handelslinie gehandelt werden, haben auch Anleger, die das Angebot bereits angenommen haben, oft die Möglichkeit, ihre Titel weiterhin zu verkaufen.

Das Handelsvolumen auf einer solchen Handelslinie ist allerdings deutlich geringer. Anderes: «Erst beim Vollzug des Angebots werden sämtliche Aktien der zweiten Handelslinie an den Anbieter übertragen.»

8 ZWISCHENBERICHT

Der Anbieter muss das Ergebnis des Angebots nach Ende der Angebotsfrist veröffentlichen. Werden die gesteckten Bedingungen erfüllt, so muss der Anbieter die Angebotsfrist während zehn Börsentagen ab der Veröffentlichung des Zwischenberichts verlängern. Es kommt zu einer Nachfrist.

9 NACHFRIST NICHT VERPASSEN

Aktionäre, die das Angebot ursprünglich nicht annehmen wollten, haben in der Nachfrist die Chance, dies nachzuholen. Diese sollte allerdings nicht verpasst werden, erklärt Bolinger. «In ein Unternehmen investiert zu sein, das von einem Aktionär vollständig kontrolliert wird, dessen verbleibende Titel wenig liquide sind und für das keine Research-Abdeckung mehr stattfindet, ist in mehrfacher Hinsicht problematisch.»

10 WEITERE MASSNAHMEN

Ab einem gewissen Schwellenwert besteht die Möglichkeit, Minderheitsaktionäre zu enteignen. Kommt der Mehrheitsaktionär auf 98% der Stimmrechte, ist der sogenannte Squeeze-out ein Gerichtsentscheid. Hinausgedrängte Aktionäre erhalten eine Entschädigung in der Höhe des Angebotspreises. Hält der Anbieter zwischen 90 und 98% der Stimmrechte, können die verbliebenen Aktionäre mit einer Abfindungsfusion ausgeschlossen werden. Hier besteht ein kleiner Spielraum, den Preis zu beanstanden. In der Schweiz ist es allerdings nahezu ein Ding der Unmöglichkeit, das Gericht von einem höheren Preis zu überzeugen, haben doch die meisten Aktionäre – darunter viele institutionelle Anleger – das Angebot für fair befunden und angenommen.

11 DEKOTIERUNG

Wenn der Anbieter die Mehrheit der Aktien hält und der Streubesitz dementsprechend tief ist, kann eine Dekotierung beantragt werden. Durch den Börsenabschied entfallen gewisse regulatorische Pflichten, was zu einer Kosteneinsparung führt. Für die verbliebenen Aktionäre ist dieser Schritt ärgerlich, da die Aktien nun nicht mehr an der Börse gehandelt werden können.

«Die meisten Aktionäre sind institutionelle Investoren, die gemäss den Richtlinien nur in kotierte Unternehmen investiert sein dürfen», sagt Bolinger. Institutionelle Investoren würden zudem in aller Regel auf ein Angebot zu einer typischen Übernahmepremie eingehen, da es im Normalfall unwahrscheinlich ist, dass der Kurs ohne Angebot kurzfristig derart stark ansteigen würde.»

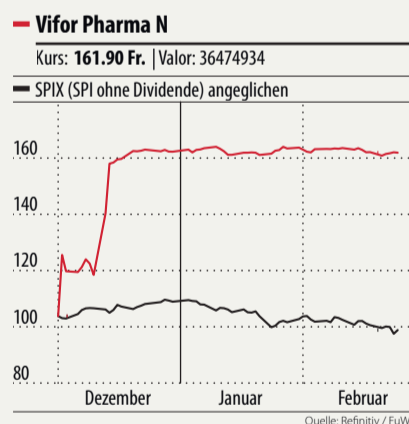
Vifor-Dividende trotz Übernahme

Erst kamen die Gerüchte, dann die Offerte: Nachdem Anfang Dezember eine australische Zeitung vermeldet hatte, der dortige Biotech-Konzern CSL wolle das Schweizer Pharmaunternehmen Vifor Pharma übernehmen, stieg die Vifor-Aktie mehr als 20%. Keine zwei Wochen später lag das Angebot auf dem Tisch. 10,9 Mrd. Fr. lässt sich CSL das Schweizer Unternehmen kosten. Die Aktie sprang nach der Ankündigung nochmals über 30% und nah an den Angebotspreis von 164 Fr.

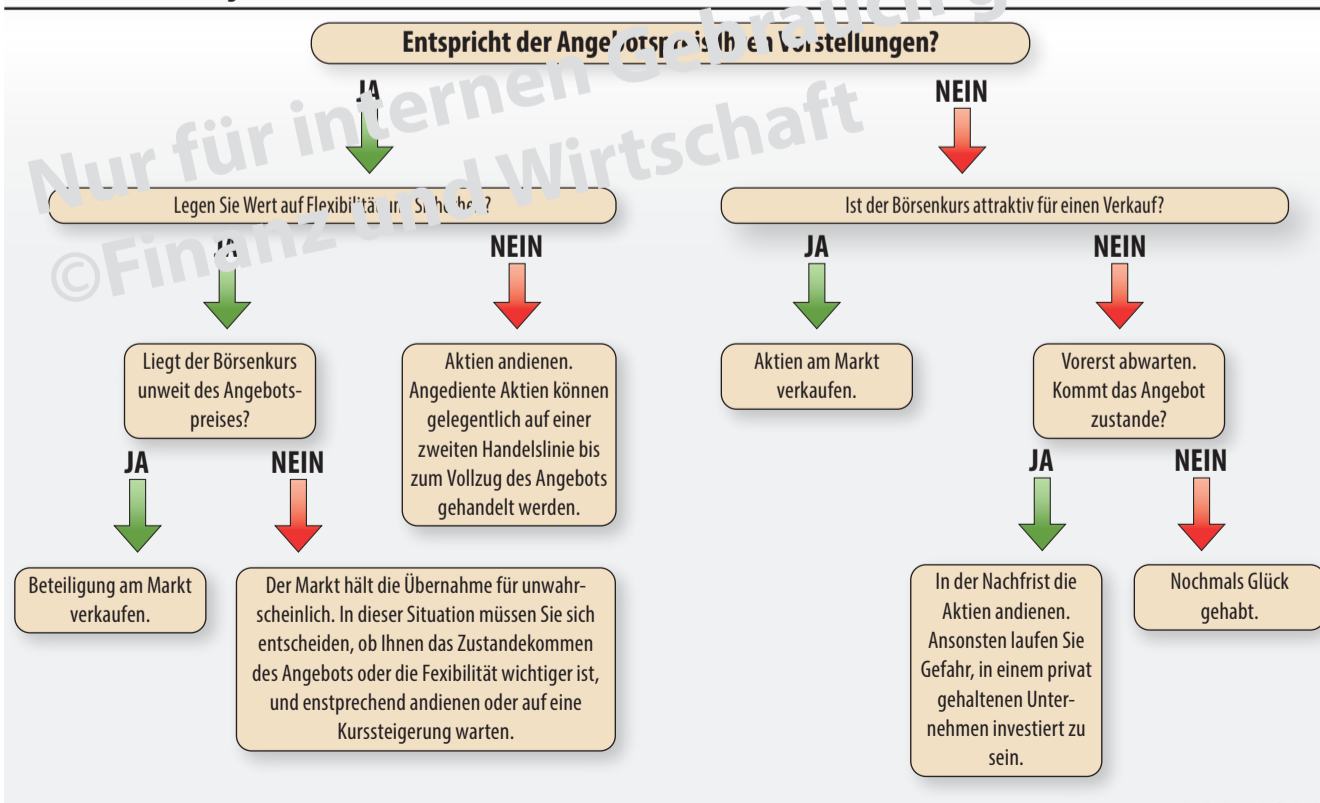
Seit dem 2. Februar läuft die Andienungsfrist. Wird sie nicht verlängert und endet wie geplant am 2. März, erstreckt sich ab 9. März für zehn Tage eine Nachfrist. Danach muss der Deal von den Wettbewerbsbehörden abgesegnet werden, erst dann fließt Geld.

Um ihre Dividende müssen sich Aktionäre entsprechend nicht sorgen.

Das Closing der Übernahme erwartet Vifor für Mitte Jahr, genauer für Juni oder Juli. Die geplanten 2 Fr. Dividende werden hingegen bereits kurz nach der Generalversammlung vom 26. April ausgeschüttet.



So entscheiden Sie richtig



Quelle: FuW / Grafik: FuW, ck