

## Endspiele - Update

Endspiele beginnen, wenn die Hauptversammlung

1. einen **Unternehmensvertrag** oder
2. eine **Verschmelzung** oder
3. ein **Squeeze-out**

beschließt.

Unternehmensvertrag und Verschmelzung müssen von den Hauptversammlungen der involvierten Gesellschaften mit mindestens 75% der anwesenden Stimmrechte beschlossen werden. Für ein Squeeze Out benötigt der Großaktionär mindestens 95% des Gesellschaftskapitals der Zielgesellschaft und die Zustimmung der HV der Zielgesellschaft. Die Endspiele können kombiniert werden oder nacheinander stattfinden.

Von zentraler Bedeutung für die Rentabilität ist die Abfindung, die der Großaktionär den freien Aktionären zu zahlen hat. Zunächst wird der Unternehmenswert in einem **Gutachten** ermittelt und von der HV beschlossen. Die Angemessenheit der Abfindung kann im Rahmen eines **Spruchstellenverfahrens** übergeprüft werden.

Bei den untersuchten Endspielen seit Anfang 2005 erhöhte sich die Abfindung im Rahmen von **Anfechtungsklagen** gegenüber der ursprünglichen HV-Entscheidung im Durchschnitt um **26%**. Hinzu kommt des Öfteren ein zusätzlicher Betrag, wenn der Aktionär auf weitere Klagen bzw. auf ein Spruchstellenverfahren verzichtet. Bei 10 Unternehmen hat es eine solche Einigung gegeben. Bei **Spruchstellenverfahren** betrug die Erhöhung der Barabfindung **51%**<sup>1</sup> - gegenüber der ursprünglichen HV-Entscheidung. Im Spruchstellenverfahren darf der Aktionär damit auf eine weitere Nachbesserung um **25** Prozentpunkte hoffen.

Die durchschnittliche **Laufzeit** zwischen dem Anfang des Verfahrens - Hauptversammlungsbeschluss - und der Meldung über einen Vergleich (Anfechtung und Spruchstellenverfahren) ist seit Anfang 2005 für die hier untersuchten Unternehmen auf **1,5 Jahre** gefallen. Bei Vergleichen, die in den Jahren 2003 und 2004 geschlossen wurden, hatten wir noch 4,5 Jahre ermittelt.

In dieser Studie aktualisieren wir **potentielle Endspiel-Kandidaten** aus dem CDAX-Universum sowie dem Freiverkehr, bei denen der Großaktionär i. d. R. bereits einen Anteil von mindestens 75% der Stimmrechte hält.

Wir zeigen wieder eine Reihe von **Kriterien**, um potenzielle Endspiel-Kandidaten herauszufinden. Dazu zählen u. a. Aussagen des Großaktionärs, Veränderung der Anteile des Großaktionärs, die Überschreitung von 95% der Gesellschaftsanteile, ein vorhandener Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag, die Motive des Großaktionärs und die Börsenliquidität des Zielunternehmens.

<sup>1</sup> Mit Nexans kommen wir auf 103%. Nexans stufen wir jedoch als Ausreißer ein.

## Inhalt

<b>Endspiele bieten Rendite-Chancen .....</b>	<b>3</b>
<b>Abgelaufene Endspiele .....</b>	<b>4</b>
<b>Endspiel-Kandidaten.....</b>	<b>10</b>
<b>Börsenumsätze.....</b>	<b>16</b>
<b>Endspiele – Unsere Favoriten .....</b>	<b>19</b>
<b>Exkurs: IDW S1 neue Fassung.....</b>	<b>20</b>
Kritische Anmerkungen .....	22
Fazit.....	23
<b>Anhang .....</b>	<b>24</b>

**Haftungserklärung (Disclaimer), Pflichtangaben nach § 34b WpHG, mögliche Interessenkonflikte (Disclosures), Erstellerangaben und Aufsichtsbehörde**

Die nachfolgenden Erläuterungen informieren den Leser über die gesetzlichen Vorgaben, die bei der Erstellung von Finanzanalysen zu beachten sind.

Die Erläuterungen der Anlageurteile, die Angaben zu den wesentlichen Informationsquellen, die Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen sowie die Angabe Prävention/Behandlung von Interessenkonflikten finden sie unter [www.solventis.de](http://www.solventis.de)

**1. Haftungserklärung**

Bei Erstellung dieser Analyse haben wir uns die tatsächlichen Angaben aus uns zur Verfügung stehenden, allgemein als zuverlässig angesehenen Quellen verschafft. Wir können keinen Anspruch auf Richtigkeit und Vollständigkeit dieser Informationen erheben. Die auf diesen tatsächlichen Angaben beruhenden Empfehlungen und/oder Prognosen unsererseits stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie dar. Nachträgliche Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Eine Haftung für die Vollständigkeit oder Richtigkeit dieser Studie können wir nicht übernehmen, die Studie stellt kein Angebot und keine Aufforderung dar Aktien zu erwerben. Diese Studie ersetzt keinesfalls die anleger- und objektgerechte Beratung. Wir können nicht überprüfen, ob sich die Empfehlungen mit Ihren persönlichen Anlagestrategien und Zielen decken. Für eine anleger- und objektgerechte Beratung empfehlen wir Ihnen, einen Anlageberater aufzusuchen.

Urheberrecht an der Studie wird vorbehalten, Nachdruck ist nur mit unserer Zustimmung zulässig.

**2. Pflichtangaben nach § 34b WpHG (soweit nicht unter [www.solventis.de](http://www.solventis.de))**

a) Erstmalige Veröffentlichung: 10. August 2006

b) Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen: Eine Aktualisierung bereits veröffentlichter Analysen erfolgt nicht.

c) Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt/M.

d) Vorangegangene Analysen: Es sind keine Analysen in dem Zeitraum von 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse veröffentlicht worden, die eine von dieser Analyse abweichende Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung enthalten.

e) Die Analyse ist vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten nicht zugänglich gemacht worden.

f) Alle in der Analyse angegebenen Kurse und Kursverläufe beruhen auf den Schlusskursen soweit zu den Kursen und Kursverläufen keine anderweitigen Angaben gemacht werden.

**3. Disclosures**

Weder die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen noch eine bei der Erstellung mitwirkende Person

1. sind am Grundkapital des Emittenten mit mindestens 5 Prozent beteiligt.
2. waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums beteiligt, das Finanzinstrumente des Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte.
3. betreuen Finanzinstrumente des Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen.
4. haben innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften geschlossen oder eine Leistung oder ein Leistungsversprechen aus einer solchen Vereinbarung erhalten.
5. haben mit den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen,
6. unterliegen sonstigen Interessenkonflikten (z.B. Beauftragung durch den Emittenten).

Die Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen oder eine bei der Erstellung mitwirkende Person:

1. halten Aktien der analysierten Emittenten im Anlage-/Handelsbestand.

**4. Erstellung und Verbreitung**

a) Verantwortung für die Erstellung und Verbreitung

Solventis Wertpapierhandelsbank GmbH

Sitz: Düsseldorf; HRB 34966, Amtsgericht Düsseldorf; Geschäftsführer Konrad Zorn, Joachim Schmitt.

b) Ersteller

Klaus Schlote, CEFA-Analyst

Joachim Schmitt, DVFA-Analyst

**Mit Annahme der Finanzanalyse akzeptiert der Empfänger die Verbindlichkeit der vorstehenden Beschränkungen.**