

Rede der SdK zur HV der Verschmelzung/Squeeze-out am 24.3.2017

Wie bekomme ich den Wert der Aktie/den Abfindungsbetrag niedrig?

Hypothese	Thema	Strabag	Bemerkung
Letztes Jahr nicht testiert	Basisjahr 2016	Nicht testiert	bestätigt
2016 bereinigen	Korrektur Vorschau	- 2 Mio. €	bestätigt
Planung niedrig	2017-2022	2017 niedriger L Als 2017	Vergangenheit zufallsgesteuert
Wenig Anstieg	Umsatz/Leistung	3,1% ab 2018	Nicht bestätigt
Anstieg	Kosten	Wegen AfA rückläufige EBT	bestätigt
Hoch	Risikoloser Zins	1,25%	1% -0 gesetzt
Hoch	Risikoprämie	5,5	FAUB 2012
Hoch	Beta	0,8	0,13 Strabag SE
Ausschüttung von 50%			Nie mehr als Pflichtdividende
BHB	Kostensteigerung von 4%-Punkten	Ergebnisrückgang trotz Umsatzzugang	Rückläufige Ergebnisse 2017ff.

1. Begrüßung

Guten Tag, meine sehr verehrten Aktionärinnen und Aktionäre, Herr Dr. Birtel, Herr Kaller meine Herren im Vorstand, mein Name ist Joachim Kregel, ich bin Sprecher der SdK, der Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger. Ich vertrete heute die SdK, alle Aktionärinnen und Aktionäre und alle Institutionen, die der SdK Ihr Vertrauen ausgesprochen haben.

2. Sinn und Zweck der a.o. HV

Wir Minderheitsaktionäre sollen von der Strabag SE/Illbau herausgedrückt werden, Neuschwäbisch Squeeze-out.

Der Gesetzgeber, obwohl seit 2014 in Abkehr der Holz Müller-Doktrin und der Macrotron-Entscheidung (Delisting) ungnädig zu Aktionären, hat doch für einen Squeeze-out strenge Hürden vorgesehen, nämlich einen HV-Beschluss.

Squeeze-out bedeutet Enteignung, Enteignung der Minderheitsaktionäre durch den Großaktionär. An eine Enteignung sind normalerweise hohe Hürden geknüpft, das Eigentum ist lt. Art. 8 GG in Deutschland garantiert. Enteignungen können nur in besonderen Fällen, hier 95 % Anteil an allen Aktien, vorgenommen werden, aber auch dann nur mit einer entsprechenden Entschädigung, her Abfindung genannt.

Wollen Minderheitsaktionäre abgefunden werden, normalerweise nicht, Sie identifizieren sich mit dem Unternehmen, erhalten (meist) Dividende und freuen sich dann und wann über eine Dividende.

In diesem Jahr und in den nächsten Jahren sieht die Situation etwas anders aus als noch vor Monaten. Die Zinsen sinken in den Negativbereich, Renditen oberhalb von 0 verlangen adäquate Chance/Risiko-Verhältnisse und das finden Anleger in Aktien.

Deshalb die Antwort auf die Frage, wollen wir verkaufen, nein wir wollen nicht, sonst säßen wir nicht hier und hätten unsere Aktien zu 300 € im Oktober des Jahres 2016 angedient. Was machen wir also heute hier.

Warum ist das ungewöhnlich. Eigentlich nicht, aber zu einer normalen benötigen wir einen testierten Jahresabschluss, beschließen über Dividende. Und heute, kein testierter JA, kein kompletter Bericht im Internet verfügbar, nur Torsi, Rumpfstücke, man muss alles einzeln runterkopieren. Herr Sato, ich weiss nicht wie die Verhältnisse bei einem eh. Staatsunternehmen in Japan ist, ich weiss nur noch, bei der Deutschen Telekom hätte ich mich geschämt, zu so einer HV einzuladen bzw. einladen zu müssen, ist ja nach dem 15.2. 16 schon über 4 Monate ins Land gegangen, und immer noch kein testierter JA, ja Dividende gibt es auch keine, was soll das Theater eigentlich, ach ja Entlastungen, die wollen Sie, werden Sie von mir nicht bekommen. Und wenn ich etwas in Japan zu sagen hätte, würde ich Vorstand und Aufsichtsrat die Entlastung auch seitens der NTTDOCOMO, die ich 2002 wegen ihrer Vorreiterrolle im Nutzen der Smartphones für Daten einmal bewundert hatte, damals waren sie führend, verweigern.

Aber klar, ich bin heute und hier nur Aktionärsvertreter, was rege ich mich für Ihre Mutter auf.

Frage 1: Ist der Jahresabschluss 2015 inzwischen geprüft und vom Aufsichtsrat gebilligt worden? Wer war der Prüfer, PWC? Wieso konnte kein geprüftes Jahr 2015 zur Basis der Wertentwicklung genommen werden?

Frage 2: Wieso wurde die Bank vor dem Squeeze-out verkauft, was war so drängend? Warum musste die First Telekom verkauft werden? Welche Ergebnisbeiträge wären (nach möglicher Sanierung) für net mobile möglich gewesen?

Und sie aber glauben tatsächlich, dass wir dieses Jahr 2015 als eines der Basisjahre akzeptieren. Die Nichtigkeit der gesamten HV ist damit schon in Frage gestellt, aber das werden andere noch viel besser ausdrücken. Ich sage nur, kein testierter Abschluss, keine faire Wertermittlung, kein Squeeze-out, Nichtigkeitsklage vorprogrammiert. Dass es überhaupt ein Gutachten gegeben hat und sich jemand dafür her gegeben hat, ist er erstaunlich, noch größer ist mein Erstaunen, dass es noch einen Prüfer gegeben hat.

3. Bewertungsvoraussetzungen Unternehmen und Unternehmensbesonderheiten

Kommen wir nun zum Aufsichtsrat. 4 Monate haben Vorstand und Aufsichtsrat gebraucht, um das Budget für 2016 zustande zu bringen. Das Jahr 2016 hatte da aber schon 4 Monate, frei nach der Devise: Wir fahren schon einmal los, wir wissen nur noch nicht wohin. Was soll man von so einem Vorstand und Aufsichtsrat halten.

3.1. Planung

Frage 3: Wieso hat der AR mehr als 4 Monate gebraucht (12.4.2016), um das Budget für das laufende Geschäftsjahr aufzustellen? Wer ist im AR als Financial Expert benannt, wer als Experte für Telekommunikation? Welche Arbeiten haben den AR in seiner Aufgabe behindert, im Dezember 2015 über 2016 abzustimmen? Wann hat der Vorstand sein Budget zum ersten Mal vorgelegt? Wieso liegen für das Jahr 2015 weder Vorstands- noch AR-Protokolle vor?

3.2. Umsatzplanung

Frage 4: Welche Gründe können zugrunde gelegt werden, um ein Umsatz-Wachstum im Carrier-Billing Markt von durchschnittlich 12% in negatives Unternehmensergebnis umzuwandeln? Mit welchen OTT- und Mobilfunkanbietern-Kunden bestehen Fee-caps, welche Marge wurde in 2014 mit diesen Kunden erzielt (20% größten)? Was brachte die Prüfer des Gutachtens zu der Feststellung, dass Carrier Billing relativ teuer sei im Vergleich zu Kreditkarte oder paypal (1,5-4%)? Im Prüfgutachten wurden Margenrückgänge auf 1-5% prognostiziert? Welche Jahre waren gemeint, und wie hoch waren die Margen 2014?

3.3. Kosten

Frage 5: In welcher Höhe wurden durch den netmobile-Vorstand Topdown-Anpassungen an den Personalkosten (immerhin + 4,5%) vorgenommen, und zwar als Erhöhung, denn Bereichsleiter werden keine Verlustplanungen vorgelegt haben? Und welchen sachlichen Hintergrund hatten diese Erhöhungen? Umsatzbezogene Skaleneffekte fallen ja, wie richtigerweise festgestellt, durch das vollautomatische Datenerfassungs- und Billingverfahren nicht an?

Frage 6: Wenn unternehmerisches Handeln, also Anpassung der Kosten an den Umsatz unterstellt würde, wäre das Ergebnis in 2020 mit 8,5 Mio, € mehr als doppelt so wie ausgewiesen und annähernd in line mit dem Jahr 2015. Der Unternehmenswert, terminal value, würde sich allein dadurch verdoppeln. Wieso hat der Prüfer diesen Kardinalfehler übersehen (müssen)? Immerhin hat PWC den EBIT in 2020 um 1,5 Mio. € angehoben und wesentliche Schwächen der Management-Grundlagen versucht auszumerzen, immerhin fast 40% zu geringe Basis des Management von 4 auf 5,5 Mio. angehoben.

3.4. Preise und Margen

Frage 7: Warum wird dem Prüfer suggeriert, im stärksten Mobile Payment Markt der Welt würde die Umsätze ab 2017 zurückgehen und NTTDOCOMO würde die Konditionen nach unten anpassen, auf angebliches Marktniveau? Welche Wettbewerber arbeiten mit einer Fee-cap und geben sich heute mit Margen unter 5 % zufrieden? Wieso sollte NTT DOCOMO sich anders verhalten und urplötzlich ab 2017 Marktpreise verlangen? Nein, net. Mobile fakturiert gestern, heute und morgen Marktpreise. Eine Umsatzkürzung ist nicht nachvollziehbar, würde man nicht den Squeeze-out kennen.

3.5. Latente Steuern und Schuldentilgung

Frage 8: Wie wurden die aktiven latenten Steuern von 4 Mio. € bewertet, fallen sie zukünftig weg? Ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen richtig errechnet, Sonderwert von 17 Mio. € für die Bank? Wieso wird bei fast 0 % Zinsen die betrieblichen Erträge ab 2016 gänzlich zur Schuldentilgung eingesetzt, so dass für 4 Jahre kein Ergebnis gerechnet werden muss, es fehlen fast 12 Mio. € im Unternehmenswert, 20%?

Frage 9: Wieso wird bei „going concern“ und sehr niedrigen Zinsen von 1% eine Voll-Thesaurierung und Schuldentilgung vorgenommen? Wie hätte sich der Unternehmenswert bei 50% Ausschüttung ab dem Jahr 2016 entwickelt, 12 Mio. € zusätzliche Ausschüttung, plus 0,80 €?

Frage 10: Was geschieht mit den Verlustvorträgen von 30 Mio. für net. Mobile und 40 Mio. für die Bank, gehen die nach dem Squeeze-out verloren? Welcher Unternehmenswert wurde dadurch aufgegeben?

II. Bewertungsmodell

1. Marktrisikoprämie

Die Gesellschaft bezieht sich in ihrer Errechnung des Unternehmenswerts der net mobile auf den höchst umstrittenen, von einem privaten Verein erlassenen Standard IdW S 1, der Prüfer klärt uns dann auf, nicht 2005, auch nicht FAUB 2012, nein von 2008 vor der Finanzkrise, als man mit Aktien noch richtig Geld verdienen konnte. Ist zwar besser als der 2012, der einfach wie im Theater den Deus ex machina, wenn der Drehbuchautor nicht mehr weiter wusste, wurde gezaubert, bei FAUB 2012, wurde die Finanzkrise als singuläres Ereignis mehrfach gewertet, um auf eine höhere Marktrisikoprämie zu kommen. Da kann man dran fühlen, dass der FAUB nur eines im Sinn hat, Minderheitaktionäre über den Tisch zu ziehen.

Gut, der 2008 ist auch nicht viel besser, der einen 300-400-% Aufschlag zur risikolosen Bundesanleihe von zurzeit von fast 0% für die sog. Marktrisikoprämie fordert. Warum ist das heute für uns wichtig, uns mit dieser Prämie von 4-5 % auseinander zu setzen?

Mit unter 5% haben wir nicht den Hauch einer Chance, einen anderen HV-Beschluss durchzusetzen, dazu ist NTTDOCOMO zu stark. Wir aber können mindestens genau so gut rechnen wie NTT.

Je höher der Abzinsungsfaktor, also risikoloser Zins plus Marktrisikoprämie mal Betafaktor minus Wachstum, desto niedriger der Unternehmenswert, desto niedriger unser Abfindungsbetrag, das weiss NTT und das wissen auch wir.

Wie kam es zu dieser erhöhten Marktrisikoprämie des IdW.

Nun, wir hatten eine Finanzkrise, die das von nicht durch gerade durch Naturwissenschaftler geprägte IdW als singuläres, einzigartiges Ereignis angesehen hatte. Ach ja, wir hatte die dotcom-Krise 6 Jahre zuvor, ohne dass das IdW zu einer Änderung der Marktrisikoprämie gezwungen sah, damals 4-5 %.

Die waren damals auch schon falsch, da das IdW sich auf Stehle 2004 bezog, der in einer arithmetischen Reihe von 1955-2004 diese Marktrisikoprämie historisch errechnet hatte. Arithmetisch heißt, ohne Zinseszins-Berechnung, d.h. Stehle unterstellt eine jährlichen Verkauf und Wiederkauf der Anlage. Ist diese Annahme für einen langfristig orientierten Investor, ich schaue auch Sie an, Herr Sato, nein. Sie ist schlicht weg falsch.

Das geometrische Mittel, also mit Zinseszinsen, kommen für den Betrachtungszeitraum 3 % heraus. Der Wert wäre noch niedriger, wenn die Untersuchungszeiträume noch weiter zurückverlegt würden. Also 3% wären 2004 angemessen gewesen und nicht 4-5%.

Was macht das IdW nach der Finanzkrise 2008-2011, es senkt nicht etwa die Marktrisikoprämie, was angemessen gewesen wäre, ab, nein es erhöht sie auf 5,5-7%. Hat es Belege dafür gebracht, diese Jahre 2008-2011 mit einem Gewicht von 22%-Punkten statt wie angemessen mit 5%-Punkten am arithmetischen Mittel zu bewerten, nein. Das so der Objektivität und Neutralität verpflichtete Institut redet sich mit einer Intuition heraus und legt die Berechnungsgrundlagen nicht offen. Es braucht es auch nicht, denn ist ja ein privater

Verein, siehe LG Köln vom 24.9.2009 zu Parsytec, aber dann ist diese Marktrisikosatz auch keine Referenz, die es heute zu beachten gelte.

Übrigens Stehle kommt mit seiner Zeitreihe von 1955-2009 in geometrischer Betrachtung am 20.7.2010 in seinem Navigatorgutachten auf 3,07 %. Tatsächlich liegt sie bei 1,8 %, wenn man aktuelle Zeiträume zugrunde legt, s. VzKa e.V.

Frage 11: Wieso wurde der IDW S1 zitiert ohne Jahresnennung, dann aber 2008, nicht FAUB 2012, nicht IDW S1 2005, aber auch nicht die Tabellen von Stehle aus dem Jahre 2012 zugrunde gelegt. Welche Basis-Primär-Daten zur Errechnung der Marktrisikoprämie wurden vom Gutachtenprüfer persönlich in Augenschein genommen (Art 2GG: Nachvollziehbarkeit der Rechtsgrundlagen)? Wie häufig sind dem Prüfer bei bisherigen Squeeze-out-Gutachten Fehler aufgefallen? Wieso fällt es uns Minderheitsaktionären so schwer, bei Herrn Wahlscheidt und Herrn Breithaupt (*Baker, Tilly Roelfs*) die von der EU-Kommission in der EU-Verordnung von 2014 geforderte kritische Grundhaltung festzustellen? In wie viel Fällen haben Sie durch Gerichte einen Auftrag erhalten, ein Gegengutachten in einem Squeeze-out-Verfahren für die Klageseite, also die Minderheitsaktionäre zu erstellen?

Frage 12: Wenn lt. Martin Weimann (VzFK e.V.) die Überrendite des Aktienmarktes nur 1,81 % langfristig ergibt, wieso kommt der Gutachter und sein Prüfer zu Werten von 5,5%, eine Abweichung von mehr als 100%? Welche Primärunterlagen zur Abschätzung der 5,5 % des privaten Vereins IdW hat der Prüfer persönlich in Augenschein genommen?

Wir merken uns, Marktrisikoprämie um 2,5 -3,7 %-Punkte überhöht angesetzt!

2. Betafaktor

Komme nun zum zweiten wichtigen Teil der Erörterung, dem Betafaktor.

Der Betafaktor soll darüber Auskunft geben, wie sich die net.mobile Aktie zum gesamten Aktiensegment, Stichwort Marktrisikoprämie, individuell entwickeln würde. Also er wäre 1 bei gleicher Entwicklung des Aktienmarkts, unter 1 bei weniger volatiler, d.h. schwankungsintensiver Entwicklung und über 1 bei stärker Schwankung unserer Aktie.

Das trifft jedoch nur auf die volatilen DAX-Werte mit hoher Marktkapitalisierung zu. Tatsächlich sind die meisten deutschen Aktien unter 0,8 Beta, und net mobile als kleiner Wert zählt höchstens in die Kategorie SDAX, ohne die Bank noch viel kleiner und niedriger als SDAX.

Im Gutachten wird ein Faktor von 0,7 aber erst nach Schuldentilgung mit unseren 12 Mio. € Ergebnis von 2016-2019.

Tatsächlich sollte der Beta der eigenen Aktie genommen werden, der liegt mit 0,55 um 30 % niedriger als die Peer Group

Frage 13: Wieso wurde 2016 -2019 thesauriert? Wieso wurde der Beta nicht um die großen Werte bereinigt? Wieso wurde nicht der eigene Beta verwandt?

5. Risikoloser Zins

Auch hier stellt sich die Frage, mit welcher Anlageform die Gutachter 1,0% risikolos erzielen wollen. Keine Bundesanleihe der letzten 12 Monate wurde zu 1,0 % Rendite herausgegeben. Ich sehe eher Werte zwischen -0,31% und 0,10 %.

Frage 14: Ist der gewählte risikolose Zinssatz von 1,0% heute noch angemessen?

6. Börsenkurs

Frage 15: Wieso wurde vom Gutachter der Börsenkurs nicht kritisiert, der ja nicht auf einem organisierten Markt (Quartalsberichte, Adhoc-Infos, Gültigkeit des WpHandelsG, Insider-Trading, Kursmanipilation, Market Maker/Sponsor) zustande gekommen ist?

Zurück zum Unternehmenswert

$$\begin{aligned} & \underline{\underline{\text{Risikoloser Zins} + \text{Marktrisikoprämie} * \text{Betafaktor} - \text{Wachstumsabschlag} \rightarrow}} \\ & \underline{\underline{1\% + 5,5\% * 0,8 \text{ (FAUB 2012)} - 1,00/1,25\% = 4,99 \text{ bzw. } 4,29 \text{ (BHB)\%}}} \\ & \underline{\underline{2\% \rightarrow \text{über 1 Mrd. € mehr} \rightarrow 450-600\text{€}}} \end{aligned}$$

Zusammengefasst sehe ich den risikolosen Zins um 0,9 %-Punkte zu hoch, die Marktrisikoprämie um 1,5 %-Punkte und den Betafaktor um 0,25-%-Punkte als überhöht an. Damit komme ich auf einen Unternehmenswert, der mehr als 100% über dem begutachteten Wert von 81 Mio. € liegt. Ein fairer Wert der Aktie ergibt sich bei gut 16 €.

Übrigens, sie sind, meine Damen und Herren, jetzt bestimmt nicht überrascht, wenn ich zur Tagesordnung vorschlage, mit NEIN zu stimmen.

Ja, meine Damen und Herren, wir sollten immer aufpassen, wenn uns jemand ein Angebot macht, der rote Apfel war schon im Märchen einmal vergiftet. Ich hoffe, es gibt ein Spruchverfahren, wenn wir uns zusammen tun, wird es für alle günstiger und mein Kollege RA Göddecke und ich ziehen das für sie durch und sie werden dann adäquat abgefunden. Immerhin war in der Vergangenheit die Erfolgsquote bei über 80% und es wurden mindestens 18% mehr bezahlt, bei den Verfahren, bei denen die jetzigen Gutachter betraut worden sind, sogar m.W. über 30%.

III. Abstimmungen

TOP 2

Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Vorstands für das Geschäftsjahr 2015

Ablehnung

Begründung:

Der Verlust gegenüber dem Vorjahr wurde zwar verringert, jedoch wurde wieder kein positives Ergebnis erzielt. Mit dem geplanten Verkauf der Bank wird das wesentliche Asset

der Gesellschaft veräußert. Die Unternehmensplanung sieht rückläufige Umsätze und stark verringerte EBITDA bei stark steigenden Kosten vor, ein zukünftiges Missmanagement ist so vorprogrammiert.

TOP 3

Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Vorstands für das Geschäftsjahr 2014

Ablehnung

Begründung:

Ein Riesenverlust von fast 30 Mio. € hat das Eigenkapital der Gesellschaft bis auf 5% der Bilanzsumme verringert. Ohne die Mutter NTTDOCOMO wäre mit diesem Management ein Ende der Gesellschaft abzusehen gewesen.

TOP 4

Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2015

Ablehnung

Begründung:

Die Gesellschaft wird vor dem geplanten Squeeze-out durch den Verkauf der First Telekom und den geplanten Verkauf der Bank auf ein Viertel der Bilanzsumme zerkleinert, Honi y soit qui mal y pense (Ein Schelm, der Böses dabei denkt). Eine Zukunftsstrategie ist mit rückläufigen Umsätzen und Ergebnissen nicht erkennbar.

TOP 5

Beschlussfassung über die Entlastung der Mitglieder des Aufsichtsrats für das Geschäftsjahr 2014

Ablehnung

Begründung:

Offensichtlich wurde nichts an Kontrolle und Beratung gegenüber dem Vorstand wahrgenommen, um das Ergebnisdesaster in einem der Zukunftsmärkte „Mobile Payment“ zu verhindern. Effektive Corporate Governance sieht anders aus.

TOP 6

Beschlussfassung über die Bestellung des Abschlussprüfers und Konzernabschlussprüfers für das Geschäftsjahr 2016

Zustimmung

Begründung: Sonstige Beratungsleistungen sind nicht erkennbar, KPMG hat an dem Squeeze-out- Gutachten nicht mitgewirkt

TOP 7

Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre der net mobile AG (Minderheitsaktionäre) auf die DOCOMO Digital GmbH (Hauptaktionärin) mit Sitz in Düsseldorf gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gemäß §§ 327a ff. AktG (Ausschluss von Minderheitsaktionären – Squeeze-Out)

Ablehnung

Begründung:

Der Unternehmenswert ist viel zu niedrig angesetzt. Umsatz und EBITDA wurden künstlich reduziert, während Personalkosten und Sonstige Kosten in Zukunft ungebremst wachsen sollen. Die gewählten Marktrisikoprämien sind allesamt überhöht, zugute halten muss man PWC, dass sie keinen direkten Bezug mehr auf angebliche Vereinsgutachten ihres Verbands (IdW S1 2005/2008; FAUB 2012) nimmt. Trotzdem ist die 50%/50%-Mischung von arithmetischer Reihe (Vollausschüttung) und geometrischer Reihe (Thesaurierung) ähnlich lebensfremd wie eine rein arithmetische Reihe. Die Bewertung des Börsenkurses als Untergrenze trotz der mehrfachen Riesenwertsprünge von Ende Dezember 2015 bis Mitte Januar 2016 zuzulassen und nicht auf Markteng zu plädieren, spricht alleine schon genug für die mangelnde Qualität des „Gutachter“. Fazit, „Man bemerkt die Absicht und ist verstimmt (Goethe, Torquato Tasso)!

Anlage
Fragen und Fakten zur Strabag AG

3a. Vorstand Strabag AG

4. Auffälligkeiten

Sondereffekte wg. Sonderprüfung nicht berücksichtigt, ca. 10% 30 je Aktie

5. Bewertungen:

5a. Ertragswert:

5b. Börsenkurs 3 Monate ():

5c. Börsenkurs 6 Monate:

5d. DCF-Wert nicht ermittelt

6. Tochtergesellschaften:

JKJKUGMBHSDKKÖLN20160614