

Firmen-Monopoly – oder wie man an der Schlossallee mitverdient

Zwischen Kurssprung und Long Stop Date – warum kaum ein Ereignis so viel Kursfantasie weckt wie eine Übernahme.

Der Reiz – und das Risiko

Kaum ein anderes Ereignis bewegt Kurse so stark wie Firmenübernahmen: Die Bandbreite reicht vom ansatzlosen Kurssprung im zweistelligen Prozentbereich bis zu monatelangen Spekulationen über Annahmequoten, kartellrechtliche Freigaben oder mögliche Gegenbieter. Je wahrscheinlicher eine Übernahme ist, desto schmaler wird in der Regel die verbleibende Gewinnchance – diese Differenz zwischen Börsenkurs und Angebotspreis, der „Spread“, ist das Kerngeschäft der Merger-Arbitrage. Streiten sich jedoch mehrere Interessenten, winkt ein Bietergefecht und damit der große Reibach.

In Deutschland zankten sich 2021 Private-Equity-Investoren um den Online-Anbieter für Tierfutter, Zooplus, gleich reihenweise. Vor dem Bieterkampf wurden Kurse um 280 EUR bezahlt, der finale Angebotspreis belief sich wenige Wochen später auf stolze 480 EUR. Einen Squeeze-out, also den Zwangsausschluss des Streubesitzes, hat der Käufer zwar rechtlich in der Hand, doch bis heute nicht durchgezogen; die Aktie pendelt seither im Freiverkehr deutlich unter dem einstigen Angebotspreis.

Aber wehe, es gibt Probleme und eine Übernahme scheitert: Dann drohen massive Kursabschläge. So stürzte Anfang 2022 der Kurs von Siltronic nach dem geplatzten Übernahmeversuch durch den taiwanesischen Konkurrenten GlobalWafers – das Angebot lautete auf 145 EUR – binnen Wochen von über 130 EUR auf unter 100 EUR; im folgenden Halbleiter-Abschwung ging es weiter bergab. Grund für das Scheitern war die politische Blockade: Das Bundeswirtschaftsministerium ließ die Transaktion am sogenannten „Long Stop Date“ auslaufen.

Politik schlägt Markt – das ist kein neues Phänomen. Schon 2016 hatte die Übernahme von KUKA durch den chinesischen Midea-Konzern einen großen Aufschrei ausgelöst, Stichwort Abwanderung strategischen Know-hows nach China. Wenige Monate später wurde sogar eine bereits genehmigte Übernahme wieder rückgängig gemacht: Beim Verkauf von Aixtron griffen nicht nur deutsche, sondern auch US-Behörden ein.

Recht schlägt Markt

Und damit sind wir auf dem komplexen Parkett des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes (WpÜG), das in Deutschland für börsennotierte Gesellschaften den rechtlichen Rahmen setzt. In Europa gilt die 30 %-Schwelle als entscheidend: Wird sie überschritten, muss ein Pflichtangebot an alle Aktionäre erfolgen. Das Vereinigte Königreich folgt wie so oft einem eigenen Regelwerk. Dort schreibt der Takeover Code mit einer „Put-up-or-shut-up“-Klausel vor, dass sich der Kaufwillige binnen 28 Tagen entscheiden muss.

Auch international sind Übernahmen ein Nährboden für spektakuläre Kursbewegungen. In den USA sorgte etwa die geplante Übernahme von VMware durch Broadcom für eine mehrmonatige Arbitrage-Spekulation – mit einem Spread, der trotz hoher Wahrscheinlichkeit

lange zweistellig blieb. Ähnlich spektakulär verlief die Microsoft/Activision-Blizzard-Transaktion, die durch Wettbewerbsbehörden in den USA und UK über Monate verzögert wurde. Der Fall zeigt, dass Investoren nicht nur die nationalen, sondern immer mehr die global verzahnten Aufsichtsregeln im Blick haben müssen.

Die neue Front: Subventionskontrolle

Nicht minder heikel sind regulatorische Freigaben. Auch hier lauern Gefahren für Arbitrageure, deren vermeintlich sicherer Gewinn rasch zum Verlust werden kann. Beispiel Covestro/ADNOC: Anders als klassische Wettbewerbsverfahren lief dieser Fall nicht über die Kartellprüfung, sondern über die neue EU-Verordnung zu Drittstaatsbeihilfen (Foreign Subsidies Regulation, FSR). Brüssel prüfte, ob staatliche Hilfen aus Abu Dhabi den Binnenmarkt verzerren. Weil ADNOC Unterlagen verspätet einreichte, setzte die Kommission das Verfahren zeitweise aus – Covestro-Aktien verloren binnen Minuten über 10 %. Am Ende zahlte sich Geduld aus: Die Kommission gab den Deal unter Auflagen frei, ein „Siltronic-Moment“ blieb aus. Das Beispiel zeigt aber, wie schnell aus einem ruhigen Spread ein Nervenkrimi wird.

Der Werkzeugkasten der Arbitrageure

Das Investieren in Übernahme-situationen erfordert noch mehr Aufmerksamkeit, Kapitaldisziplin und starke Nerven als klassische Aktieninvestments. Erfahrene Arbitrageure nutzen dabei Instrumente wie Absicherungsgeschäfte (Hedges) – etwa den Einsatz von Optionen –, um Rückschlagrisiken abzufedern. Auch das „Spread-Management“ spielt eine zentrale Rolle: Bei engeren Spreads ist die erwartete Rendite zwar geringer, die Eintrittswahrscheinlichkeit aber höher. Umgekehrt winken bei politisch oder regulatorisch riskanten Transaktionen – wie bei Covestro/ADNOC oder Siltronic/GlobalWafers – zweistellige Spreads, allerdings mit entsprechendem Rückschlagpotenzial.

Gerade in Deutschland werden Annahmepotenzen oft erst in letzter Minute überschritten – manchmal nur um den Bruchteil eines Prozents. Die Übernahmen von Stada, Osram oder der Aareal Bank gelangen daher erst im zweiten Anlauf – und sorgten für jede Menge Angstschweiß bei Investoren. Wer jedoch diszipliniert vorgeht und Risiken absichert, kann in diesem Segment durchaus zweistellige Jahresrenditen erzielen. **Und ist eine Übernahme erst vollzogen, beginnt das eigentliche Endspiel – Beherrschungsvertrag, Squeeze-out, Spruchverfahren. Genau dort fühlen wir uns am wohlsten.**