

*Band
19*

Bianca Krol (Hrsg.)

*Investmentstrategien im Rahmen von
Übernahmen börsennotierter Gesellschaften –
Merger Arbitrage und Maschinelles Lernen*

~
Alexander Raasch, Frank Lehrbass

ifes Schriftenreihe

FOM
Hochschule

ifes

Institut für Empirie & Statistik
der FOM Hochschule
für Oekonomie & Management

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

© 2019 by



**Akademie
Verlags- und Druck-
Gesellschaft mbH**

MA Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mbH
Leimkugelstraße 6, 45141 Essen
info@mav-verlag.de

Das Werk einschließlich seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urhebergesetzes ist ohne Zustimmung der MA Akademie Verlags- und Druck-Gesellschaft mbH unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen. Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürfen. Oft handelt es sich um gesetzlich geschützte eingetragene Warenzeichen, auch wenn sie nicht als solche gekennzeichnet sind.

Alexander Raasch, Frank Lehrbass

**Investmentstrategien im Rahmen von Übernahmen börsennotierter
Gesellschaften – Merger Arbitrage und Maschinelles Lernen**

ifes Institut für Empirie & Statistik
der FOM Hochschule für Oekonomie & Management

ifes Schriftenreihe
Band 19, 2019

ISBN (Print) 978-3-89275-413-8
ISBN (eBook) 978-3-89275-414-5

ISSN (Print) 2191-3366
ISSN (eBook) 2569-5355

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	V
Abkürzungsverzeichnis	VI
Formelverzeichnis	VI
1 Einleitung	7
1.1 Einführung in das Thema	7
1.2 Struktur und Zielsetzung	8
2 Grundlagen von Akquisitionen börsennotierter Unternehmen	10
2.1 Deal-Arten und Zahlungsmodalitäten	10
2.1.1 Abgrenzung von Share Deals, Asset Deals und Verschmelzungen.....	10
2.1.2 Tauschangebote	12
2.1.3 Barangebote und Tauschangebote mit Barkomponente.....	14
2.2 Öffentliche Angebotsverfahren nach WpÜG	15
2.2.1 Grundlagen und sonstige Erwerbsangebote.....	15
2.2.2 Übernahme- und Pflichtangebote	17
2.2.3 Sonderfall: Delisting-Erwerbsangebote nach BörsG.....	20
3 Investmentopportunitäten und Investmentstrategien	22
3.1 Veröffentlichungen von Übernahmeabsichten	22
3.1.1 Chancen bei Ankündigungen.....	22
3.1.2 Angebote annehmen oder nicht?	24
3.2 Merger Arbitrage.....	26
3.2.1 Cash Merger Arbitrage.....	27
3.2.2 Stock Merger Arbitrage.....	30
3.3 Kompensationsleistungen aus Unternehmensverträgen.....	32
3.3.1 Rechtliche Grundlagen von Unternehmensverträgen.....	33
3.3.2 Rechtliche Grundlagen von Kompensationsleistungen	35
3.3.3 Rechtliche Grundlagen von Spruchverfahren	36
3.3.4 Von Kompensationsleistungen profitieren.....	38
3.4 Squeeze-Outs	41
3.4.1 Rechtliche Grundlagen von Squeeze-Outs	41
3.4.2 Von Squeeze-Outs profitieren.....	43
3.5 Risikobetrachtung	46
3.5.1 Risiken bei Merger Arbitrage	46
3.5.2 Risiken bei Unternehmensverträgen	49
3.5.3 Risikoprävention.....	50
4 Praxisbezogene Strategieranwendung	53
4.1 Auswahlprozess der Praxisfälle.....	53

4.2	Übernahme der WCM AG durch die TLG Immobilien AG	55
4.3	Übernahme der Celesio AG durch die McKesson Corporation.....	58
5	Empirische Untersuchung der Erfolgsfaktoren	62
5.1	Datenbasis.....	62
5.2	Logistische-Regression	63
5.3	Baumverfahren: CART.....	64
5.4	Baumverfahren: C5.0 und Random Forest	64
6	Fazit	65
7	Anhang	67
	Literaturverzeichnis.....	70
	Internetquellen	80
	Rechtsprechungsverzeichnis	82

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Angebotsverfahren 2013-2017.....	53
Abbildung 2:	Kursrelation TLG/WCM Aktien	55
Abbildung 3:	Um Umtauschverhältnis bereinigter Spread TLG/WCM Aktien	57
Abbildung 4:	Celesio AG Chart	59

Abkürzungsverzeichnis

AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGAV	Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BörsG	Börsengesetz
CAR	Cumulative abnormal returns
DGAP	Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc Publizität mbH
ETF	Exchange Traded Fund
GE	Geldeinheiten
KstG	Körperschaftsteuergesetz
SpruchG	Spruchgesetz
UmwG	Umwandlungsgesetz
VaR	Value at Risk
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WpÜGAngebV	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz- Angebotsverordnung

Formelverzeichnis

Formel 1: Erwartete annualisierte Rendite Cash Merger Arbitrage 29

1 Einleitung

Der Titel dieser Studie lautet: „Investmentstrategien im Rahmen von Übernahmen börsennotierter Gesellschaften – Merger Arbitrage und Maschinelles Lernen“. Der Fokus wird somit auf einen anderen Bereich des umfangreichen Themengebietes Mergers & Acquisitions (M&A) gelegt, als bei einem Großteil der zugehörigen Literatur. Diese beschäftigt sich überwiegend mit der Transaktion an sich und deren Hauptakteuren. Bei Übernahmen unter kapitalmarktorientierten Gesellschaften ist es allerdings ebenso interessant zu betrachten, welche Chancen für dritte Kapitalmarktteilnehmer im Verlauf der Transaktionen entstehen. So wenden sich die Ausführungen von der M&A Literatur ab und hin zur Investmentliteratur.

1.1 Einführung in das Thema

Bei den genannten „Dritten“ handelt es sich hauptsächlich um Hedgefonds, Investmentgesellschaften, den Eigenhandel von Banken und weitere institutionelle Investoren, aber auch Privatpersonen. Sie nutzen ihr Wissen, ihre Erfahrung, ihren Einfluss, modernste Technik und teils erhebliches Kapital, um im Rahmen solcher Spezialsituationen Gewinne zu erzielen. Obwohl jeder Deal in gewisser Weise einzigartig ist, bieten sich regelmäßig ähnliche Chancen, die sich durch bestimmte Strategien nutzen lassen.

Die Opportunitäten werden hauptsächlich von den Intentionen eines akquirierenden Unternehmens und damit der Form sowie dem Grad der Übernahme bestimmt. Die Durchführung von Übernahmen hängt jedoch nicht nur von den Vorsätzen und dem Verhalten der beteiligten Parteien, sondern außerdem von diversen rechtlichen Vorschriften ab. Vorgegeben sind diese primär von nationalen Gesetzen unter Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), sekundär außerdem von weiteren Behörden (z. B. Kartellämtern), die der Wahrung von (Kapital-) Marktgleichheit und Wettbewerb dienen.

Bei den möglichen Chancen handelt es sich u. a. um Kurs- und Arbitragegewinne, Abfindungen und weitere Ausgleichszahlungen. Abhängig von der jeweiligen Opportunität und ihrer Rendite, treten verschiedene Risiken in den Vordergrund, wodurch sich, unter Berücksichtigung der spezifischen Übernahmesituation, unterschiedliche Chance-Risiko-Profile ergeben. So können die Investments konservativer oder aber auch spekulativer Natur sein. Alle in dieser Arbeit

beschriebenen Investitionsstrategien sind dem Event-Driven-Investing zuzuordnen, da sie nur aufgrund von Übernahmen und deren Folgen einsetzbar sind.

Nicht im Fokus steht dagegen die „Activist Risk Arbitrage“.¹ Hierbei findet eine Investition in den Übernahmekandidaten statt mit dem Ziel, diese zu den bisherigen Konditionen zu verhindern und eine Verbesserung derselben zu erreichen, etwa durch eine öffentliche Kampagne.

1.2 Struktur und Zielsetzung

Es gilt, die Fragen zu klären, wie die Investmentstrategien funktionieren, welche Risiken sie bergen und ob der Einsatz sinnvoll ist. Dazu wurde eine umfangreiche Literaturrecherche in diversen online Datenbanken und vor allem auch offline, in der Universitäts- und Landesbibliothek Düsseldorf, durchgeführt. Verwendung fanden u. a. Fachzeitschriften, Gesetzeskommentare und Pflichtveröffentlichungen von Gesellschaften.

Um auf den Hauptteil der Studie – die Abhandlung der Strategien – hinzuführen, werden zunächst die Grundlagen von Akquisitionen deutscher börsennotierter Aktiengesellschaften erörtert, einerseits die finanziellen und abwicklungstechnischen, andererseits die rechtlichen Grundlagen. Eine Begrenzung auf Transaktionen unter deutschem Recht erfolgt, da sich in Deutschland aufgrund der Gesetzeslage Chancen bieten, die international beinahe einzigartig sind. Zudem differieren die rechtlichen Rahmenbedingungen international teilweise erheblich, sodass sie im Umfang dieser Arbeit nicht vollständig abgehandelt werden können. Die Umsetzung fast aller Strategien bedingt die Börsennotierung der beteiligten Unternehmen.

Auf dieser Basis aufbauend, folgt die Beschreibung der Investmentopportunitäten und der anzuwendenden Methoden, unterteilt in die Zeiträume zu Beginn, im Verlauf und nach dem Vollzug einer Transaktion. Sie hängen zum Teil voneinander ab oder bauen aufeinander auf. Dennoch können sie oftmals unabhängig voneinander genutzt werden. Eine kontinuierliche Aktivität in allen Phasen birgt allerdings das größte Renditepotential. Nach der theoretischen Erläuterung der Strategien werden die mit ihnen einhergehenden Risiken beschrieben und wie bzw. ob sie präventiv, reduzier- oder vermeidbar sind.

¹ Vgl. Jiang, W.; Li, T.; Danqing, M., *Jawboning*, 2018, S. 2635.

Im darauffolgenden Abschnitt werden die theoretischen Ausführungen anhand praktischer Kapitalmarktbeispiele veranschaulicht. Zu Beginn des Abschnitts wird noch darauf eingegangen, auf welcher Basis die Auswahl der Beispiele erfolgte.

Danach folgt eine empirische Untersuchung der Erfolgsfaktoren für die Vollzugswahrscheinlichkeit. Eine Kenntnis derselben kann bei der Umsetzung der Investmentstrategien hilfreich sein.

Abschließend wird im Fazit Stellung zur Effektivität und Sinnhaftigkeit der dargestellten Investmentstrategien bezogen. Dies geschieht nach kurzer Zusammenfassung, der in den vorangegangenen Kapiteln erörterten Punkte.

2 Grundlagen von Akquisitionen börsennotierter Unternehmen

Als Basis der Akquisitionen im deutschen Raum, sind in erster Linie diverse rechtliche Vorgaben zu benennen. Innerhalb dieser bietet sich den Unternehmen ein gewisser Spielraum bei der Durchführung von Übernahmen. Die zulässigen Akquisitionsarten und Zahlungsmodalitäten werden nachfolgend, Vor- und Nachteile abwägend, abgehandelt. Daraufhin erfolgt eine Darlegung der gesetzlichen Vorschriften für die Abgabe von Übernahmeangeboten, welche einige der Investmentopportunitäten eröffnen.

2.1 Deal-Arten und Zahlungsmodalitäten

Geht es um unternehmensbezogene Akquisitionen, ist in der Regel zwischen Asset und Share Deals zu differenzieren. Eine andersartige dritte Möglichkeit der Übernahme bietet die Verschmelzung gemäß des Umwandlungsgesetzes (UmwG), welche aber grundlegend den Charakter eines Share Deals aufweist.²

Ebenso begrenzt, sind die Zahlungsmöglichkeiten, die einer Aktiengesellschaft bei der Übernahme einer anderen Aktiengesellschaft zur Verfügung stehen. Im Grunde kann ein Bieter nur zwischen einer Kaufpreiszahlung in Form von Geld, Aktien oder einer Kombination beider Mittel wählen.³ Die ersten beiden Optionen haben jeweils gewisse Vor- und Nachteile, die in der kombinierten Variante unterschiedlich ausgeprägt sind.

2.1.1 Abgrenzung von Share Deals, Asset Deals und Verschmelzungen

Während der Asset Deal eine Übertragung von Wirtschaftsgütern beschreibt, geht es beim Share Deal um die Übertragung der Rechtsträgeranteile.⁴ Die Hauptziele von Käufern und Verkäufern sind jedoch bei beiden Transaktionsarten gleich. Dem Käufer kommt es auf einen möglichst günstigen Kaufpreis sowie die Befreiung von Altlasten und Risiken an. Der Verkäufer erhofft sich einen hohen Verkaufspreis und eine Haftungsbefreiung von den Konsequenzen bisher getätigter Geschäfte.

Asset Deals sind rechtlich als Sachkäufe zu werten, weshalb der Erwerber dem Bestimmtheitsgrundsatz der Singularsukzession (Einzelrechtsnachfolge) Genüge

² Vgl. Niewiarra, M., Unternehmenskauf1, 2006, S. 52.

³ Vgl. Mitchell, M., Pulvino, T. C., Arbitrage1, 2001, S. 2138.

⁴ Vgl. Holzapfel, H.-J., Pöllath, R., Unternehmenskauf2, 2010, S. 117 f.

tun und alle betroffenen Vermögensgegenstände im Kaufvertrag auflisten und genau definieren muss.⁵ Beim Übertrag von Verbindlichkeiten muss außerdem jeder einzelne Gläubiger involviert werden.⁶ Danach kann der Übertrag, entsprechend der Regelungen des Bürgerlichen Gesetzbuches (BGB) für Kaufverträge, stattfinden. Diese Vorgaben gestalten einen vollständigen Unternehmenserwerb äußerst aufwendig.

Der Share Deal ist bei ganzheitlichen Unternehmensüberträgen wesentlich praktikabler und daher die erste Wahl. Es sei denn im Einzelfall sprechen besondere Gegebenheiten für eine abweichende Vorgehensweise. Größe, Struktur oder Gesellschaftsform des Unternehmens können bei der Methodenwahl ebenfalls eine Rolle spielen. Im Gegensatz zum Asset Deal handelt es sich beim Share Deal um einen Rechtskauf, der aber, bei einhergehendem Erwerb eines Wertpapiers, zusätzlich als Sachkauf anzusehen ist.⁷ Der Rechtskauf in Form von Gesellschaftsanteilen – wie beispielsweise Aktien – erleichtert den Erwerb eines gesamten Unternehmens deutlich, denn die umständliche Singularzession einzelner Wirtschaftsgüter entfällt.

Der Wert des Transaktionsobjekts, beim Kauf eines vollständigen Unternehmens, unterscheidet sich bei einem Share Deal nicht von demjenigen eines Asset Deals, da der Erwerber rechtlich jeweils nicht schlechter gestellt werden darf.⁸ Die steuerliche Betrachtung ist davon ausgenommen. Dies ist ein weiterer Grund für die Bevorzugung des Share Deals, der aus steuerlicher Sicht des Erwerbers in der Regel vorteilhafter ist.⁹ Die Eingliederung einer Gesellschaft mit Hilfe des Share Deals führt zwar dazu, dass jene ihre Selbstständigkeit einbüßt, jedoch behält sie ihre Rechtspersönlichkeit.¹⁰ Beim vollständigen Unternehmensübertrag mittels Asset Deal ist dies nicht der Fall.

Die Verschmelzung lässt sich, nach dem UmwG, durch Aufnahme oder Neugründung durchführen, bei denen mindestens ein Rechtsträger erlischt.¹¹ Das Erlöschen erfolgt zwingend mit der Eintragung ins Handelsregister. Im Gegensatz zu den anderen beiden Deal Arten handelt es sich bei der Verschmelzung nicht um eine Vermögensübertragung im Sinne einer Akquisition, sondern im

⁵ Vgl. Beisel, W., Anteilserwerb, 2016, § 4 Rn. 33.

⁶ Vgl. Klingebiel, J. et al., Umwandlungssteuerrecht, 2016, S. 4.

⁷ Vgl. Beisel, W., Anteilserwerb, 2016, § 4 Rn 10.

⁸ Vgl. Göthel, S. R., Rechtsstellung, 2015, S. 8-13.

⁹ Vgl. Scheffler, W., Kapitalgesellschaftserwerb, 2014, S. 31.

¹⁰ Vgl. Sagasser, B., Unternehmenskonzentration, 2017 § 8 Rn. 12.

¹¹ Vgl. Niewiarra, M., Unternehmenskauf1, 2006, S. 54-56.

Sinne einer Fusion. Der Vorgang wird als eine der drei gesetzlich vorgesehenen Squeeze-Out Varianten zum Ausschluss von Minderheitsaktionären behandelt.

2.1.2 Tauschangebote

Für die Zahlung des Übernahmepreises können Aktien in Betracht gezogen werden. Bei der Zahlung in Aktien handelt es sich zivilrechtlich um einen Tauschvorgang.¹² Anteile des Zielunternehmens werden gegen Aktien der übernehmenden Gesellschaft getauscht. Dies ist der Regelfall, jedoch ist es auch möglich liquide Aktien anderer Gesellschaften anzubieten, wobei diesbezügliche Grenzen in der Rechtsliteratur strittig sind.¹³ Alternative Aktien können beispielsweise Anteile an einer „neuen“ Gesellschaft sein, die nach einer Übernahme oder Fusion eine erste bzw. neue Börsenzulassung erhält. Mittels einer Holdinggesellschaft werden auf diese Weise u. a. „Mergers of Equals“ (Fusionen) gleichgewichteter Unternehmen durchgeführt.¹⁴ Beispielhaft sei an dieser Stelle, aus aktuellem Anlass, die geplante Fusion der Linde AG mit der Praxair Inc. erwähnt.

Der Aktientausch schont in erster Linie die Liquidität des Käufers.¹⁵ Zusätzlich bewirkt er eine teilweise Risiko- sowie Chancenverschiebung (des Post-Transaktions-Erfolgs) von den Altaktionären des Bieters zu den neuen Teilhabern, da sich die Beteiligungsverhältnisse ändern. In der Literatur wird außerdem die Einschätzung geäußert, dass Gesellschaften eher zur Zahlung in eigenen Aktien tendieren, wenn sie diese für überbewertet halten.¹⁶ Akquisitionen werden so indirekt „günstiger“. Zu einem solchen Zeitpunkt ist es allgemein attraktiver Kapitalerhöhungen durch die Ausgabe neuer Aktien durchzuführen, da so, trotz unveränderter Anzahl ausgegebener Aktien, mehr Kapital beschafft werden kann.

Um eine Zahlung in Aktien vornehmen zu können, müssen genügend Stücke mit einem entsprechenden Gegenwert zur Verfügung stehen. Entweder sind diese bereits im Besitz des Bieters oder jener schafft eine ausreichende Stückzahl neuer (junger) Aktien.¹⁷ Dazu muss er eine Kapitalerhöhung vornehmen. Wenn die jungen Aktien zum Tausch gegen Anteile eines Zielunternehmens dienen,

¹² Vgl. Holzapfel, H.-J., Pöllath, R., Unternehmenskauf2, 2010, S. 274 f.

¹³ Vgl. Wackerbarth, U., WpÜG1, 2017, § 31 WpÜG Rn. 58-62.

¹⁴ Vgl. Reiner, G., Geuter, T., Anteilstausch, 2006, S. 543-549.

¹⁵ Vgl. Rappaport, A., Sirower, M. L., Trade-Offs, 1999, o. S.

¹⁶ Vgl. Shleifer, A., Vishny, R. W., Acquisitions, 2003, S. 300 f.

¹⁷ Vgl. Holzapfel, H.-J., Pöllath, R., Unternehmenskauf2, 2010, S. 275.

handelt es sich um eine Sachkapitalerhöhung. Eine solche Erhöhung zur Begleichung eines Akquisitionspreises setzt bedingtes oder genehmigtes Kapital zur Durchführung voraus. Für die Aufstockung des Grundkapitals, mittels einer der beiden Kapitalformen, sind grundsätzlich dieselben Voraussetzungen zu erfüllen. Bei den relevantesten Anforderungen handelt es sich um die Zustimmung von mindestens drei Vierteln des vertretenen Grundkapitals auf der Hauptversammlung, die Anmeldung zur (konstitutiven) Eintragung in das Handelsregister und einen Nennbetrag, der die Höhe von 50% des aktuellen Grundkapitals nicht überschreitet.¹⁸

Die bedingte Kapitalerhöhung ist an einen expliziten Zweck, wie eben den Zusammenschluss mehrerer Unternehmen, lt. § 192 Abs. 2 S. 2 Aktiengesetz (AktG), gebunden. Aufgrund dieser Zweckgebundenheit ist sie, je nach Aktionärsstruktur, weniger für Übernahmefinanzierungen geeignet. Die Aktionäre könnten die geplante Transaktion ablehnen und auf der Hauptversammlung die Zustimmung zur Kapitalerhöhung verweigern. Außerdem kostet die Einberufung einer (außerordentlichen) Hauptversammlung sowohl Zeit als auch Geld.

Aus diesen Gründen lassen sich Vorstände auf einer Hauptversammlung, gem. § 202 AktG, bereits bis zu fünf Jahre im Voraus genehmigtes Kapital, unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre, für die Durchführung einer Kapitalerhöhung zur Verfügung stellen. Mit Hilfe dieser Berechtigung kann der Vorstand flexibler agieren und Übernahmen können simpler, schneller und vor allem mit weniger Widerstand eigener Aktionäre, angegangen werden.¹⁹ Der Ausschluss des Bezugsrechtes ist notwendig, da davon auszugehen ist, dass einige Altaktionäre ansonsten neue Aktien beziehen. Dies wirkt jedoch gegen den Zweck der Kapitalerhöhung, der hierbei nur darin besteht, die jungen Aktien gegen Aktien des Akquisitionsziels einzutauschen und dadurch den Kaufpreis zu begleichen.²⁰

Das Umtauschverhältnis der Anteile muss der Bieter, lt. § 2 Abs. 3 Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz-Angebotsverordnung (WpÜGAngebV), direkt in der Angebotsunterlage bekanntgeben. Nach Abs. 4 desselben Paragraphen ist außerdem anzugeben, welche Handlungen Angebotsempfänger zur Annahme vornehmen müssen und wann die Gegenleistung erbracht wird. Sobald ein Aktionär sich zur Annahme entscheidet, werden seine Aktien von seiner Bank gegen

¹⁸ Vgl. Drukarczyk, J., Lobe, S., Finanzierung1, 2015, S. 349 f.

¹⁹ Vgl. Bieg, H. et al., Finanzierung2, 2016, S. 120 f.

²⁰ Vgl. Lucks, K., Meckl, R., M&A, 2015, S. 398.

Aktien ausgetauscht, die als „eingereichte Aktien“ bezeichnet werden und eine eigene, befristete Börsennotiz besitzen.

2.1.3 Barangebote und Tauschangebote mit Barkomponente

Das Barangebot wird regelmäßig auch als Barabfindung oder Barausgleich bezeichnet. Genau genommen ist als Barabfindung aber die Gegenleistung im Falle von Strukturmaßnahmen zu benennen. Die Zahlung der Angebotssumme in Geldform ist denkbar unkompliziert. Der Bieter gibt in der Angebotsunterlage den genauen Betrag an, den er als Gegenleistung für den Erhalt einer Aktie der Zielgesellschaft zu zahlen bereit ist. Dieser wird den annehmenden Aktionären dann, gegen den Übertrag ihrer Stücke zu den im Angebotsdokument spezifizierten Umständen, überwiesen.

Ein Barangebot kann aus unterschiedlichen Gründen präferiert werden. Zunächst, wenn der Bieter über genug Liquidität verfügt oder sie sich günstig (z. B. in Form von Krediten) beschaffen kann. Des Weiteren, wenn er eine unkompliziertere und kostengünstigere Abwicklung als bei den Alternativen wünscht. Ein anderer Grund ist die Verhinderung der Verwässerung der prozentualen Anteile bestehender Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft, die zwangsläufig mit einem Aktientausch einhergeht.²¹ Zuletzt kann noch der Schutz des eigenen Aktienkurses vor Leerverkäufen ausschlaggebend für die Wahl der Geldleistung sein. Anleger nutzen Leerverkäufe bei Umtauschangeboten und können den Kurswert dadurch verringern oder zumindest stagnieren lassen.²²

In einigen Fällen ist auch eine Kombination aus Aktientausch und Barangebot das Instrument der Wahl. Die juristische Bezeichnung ist „gemischte Sacheinlage“.²³ Zu beachten ist, dass, entgegen der Bezeichnung, die Gegenleistung gemischt ist und nicht die Einlage. Der umgekehrte Fall existiert zwar auch, ist aber für diese Arbeit nicht relevant. Hauptgrund für die Wahl der gemischten Sacheinlage ist die Verfügbarkeit beider Komponenten. Besitzt der Bieter weder ausreichend Aktien noch ausreichende Barmittel, um die Zahlung ausschließlich auf die eine oder andere Weise vorzunehmen, bietet sich die Mischung an.²⁴

²¹ Vgl. Balz, U., Arlinghaus, O., M&A, 2013, S. 191.

²² Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 34.

²³ Vgl. Reiner, G., Geuter, T., Anteilstausch, 2006, S. 543-549.

²⁴ Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 38.

Außerdem wird so wiederum die Verwässerung der Anteile begrenzt. Ein weiterer Grund ist, durch die Barkomponente ein glattes Umtauschverhältnis zu schaffen, sodass die Abwicklung von Aktienspitzen vermieden wird.²⁵

2.2 Öffentliche Angebotsverfahren nach WpÜG

Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) trat am 01.01.2002 in Kraft.²⁶ Das Gesetz sieht drei unterschiedliche Angebotsverfahren öffentlicher Natur vor. Dabei handelt es sich um das sonstige Erwerbsangebot, das Übernahmeangebot und das Pflichtangebot.²⁷ Anzuwenden ist es bei Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren, von Zielgesellschaften mit Sitz in Deutschland und, lt. §§ 1-2 WpÜG, solchen, deren Wertpapiere zuerst an einem inländischen organisierten Markt handelbar waren bzw. noch dort handelbar sind. Zuständig für die Überwachung der Einhaltung des Gesetzes ist die BaFin.

2.2.1 Grundlagen und sonstige Erwerbsangebote

Das sonstige Erwerbsangebot, auch als freiwilliges öffentliches Erwerbsangebot bezeichnet, zielt auf den Aufbau eines eigenen Anteils, ohne Absicht der Kontrollübernahme, ab.²⁸ Beim gleich zu behandelnden Aufstockungsangebot verfügt der Anbietende bereits über die Kontrolle. Auch wenn mit diesen begrenzten Angeboten nicht das Ziel verfolgt wird alle Aktien einer Gesellschaft zu erwerben, müssen doch alle Aktionäre adressiert werden. Die Zuteilung erfolgt dann, gem. § 19 WpÜG, verhältnismäßig. Die folgend dargelegten Grundlagen des sonstigen Erwerbsangebots, treffen größtenteils auch auf die beiden weiteren Angebotsarten zu.

Sobald ein Unternehmen die Entscheidung trifft ein Angebot für Anteile einer anderen börsennotierten Gesellschaft abzugeben, ist sie, gem. § 10 Abs. 1 S. 1 WpÜG, dazu verpflichtet, dieses Anliegen zu veröffentlichen. Erstens über das Internet und zweitens über ein weit verbreitetes Informationsverbreitungssystem, wobei es sich in Deutschland regelmäßig um jenes der Deutschen Gesellschaft für Ad-hoc Publizität mbH (DGAP) handelt.²⁹ Vor der tatsächlichen Veröffentlichung sind, nach § 10 Abs. 2 WpÜG, bereits die BaFin und normalerweise

²⁵ Vgl. Lauer, M., Brandt, J., Tauschangebote, 2017, S. B4.

²⁶ Vgl. Zirngibl, N., Übernahmerecht, 2017, Rn. 1.

²⁷ Vgl. BaFin, Angebotsverfahren, 2018, o. S.

²⁸ Vgl. Wackerbarth, U., WpÜG1, 2017, § 29 WpÜG, Rn. 4.

²⁹ Vgl. Wackerbarth, U., WpÜG1, 2017, § 10 WpÜG, Rn. 64.

auch die Geschäftsführungen jeder Börse, an denen unmittelbar betroffene Wertpapiere (z. B. Derivate, deren Basiswert die Aktie ist) gehandelt werden, zu informieren. Vorstand und Aufsichtsrat der Zielgesellschaft haben daraufhin, lt. § 27 WpÜG, gemeinsam eine Stellungnahme zu veröffentlichen.

Innerhalb von vier Wochen, unter besonderen Umständen spätestens acht Wochen, nach der Veröffentlichung, ist der BaFin dann, gem. § 14 Abs. 1 WpÜG, eine Angebotsunterlage vorzulegen. Diese hat alle relevanten Angaben zu enthalten, auf deren Basis eine ordentliche Entscheidung, für oder gegen das Angebot, getroffen werden kann.³⁰ Dazu zählen u. a. die Vollzugsbedingungen, die Intentionen des Bieters und Beginn sowie Ende der Annahmefrist. Das Dokument ist, nach der Gestattung durch die BaFin, im Internet und im Bundesanzeiger zu veröffentlichen.

Damit sich betroffene Teilhaber auf die Durchführbarkeit des Angebots verlassen können, ist die Glaubwürdigkeit der Finanzierung des Angebots, im Falle einer Geldgegenleistung lt. § 13 Abs. 1 Satz 2 WpÜG, von einem unabhängigen Wertpapierdienstleistungsunternehmen zu bestätigen. Das bestätigende Unternehmen übernimmt Differenzen, falls es zur (teilweisen) Nichtleistung des Bieters kommt. Der Sinn dieser Vorgabe erschließt sich nicht vollständig, da davon auszugehen ist, dass es ohnehin im Interesse des Bieters ist, die Übernahme definitiv stemmen zu können.³¹

Einer der wichtigsten Aspekte ist die Annahmefrist eines Angebots. Sie erstreckt sich im Regelfall, lt. § 16 WpÜG, von mindestens vier auf bis zu zehn Wochen ab der Publizierung der Angebotsunterlage. Die zehnwöchige Frist wird sofort wirksam, wenn die Zielgesellschaft eine außerordentliche Hauptversammlung einberuft. Bezogen auf die einzelnen Angebotsarten existieren noch untergeordnete Fristen, auf welche im folgenden Unterpunkt eingegangen wird. Änderungen bestimmter Angebotskonditionen sind bis einen Werktag vor Ablauf der Frist möglich, sofern sie das Angebot, aus Sicht des Adressaten, verbessern.³² So können, nach § 21 WpÜG, die Gegenleistung erhöht, zusätzlich eine andere Leistung angeboten, die Mindestannahmeschwelle herabgesetzt oder – wie auch andere Angebotsbedingungen – vollständig negiert werden.

³⁰ Vgl. Steinhardt, F., Nestler, A., WpÜG2, 2013, § 11 WpÜG, Rn. 14.

³¹ Vgl. Wackerbarth, U., WpÜG1, 2017, § 13 WpÜG, Rn. 4.

³² Vgl. Bundesministerium der Finanzen, WpÜG-Entwurf, 2001, S. 49.

Wird eine Änderung vorgenommen, kann von zuvor getätigten Annahmen zurückgetreten werden. Die Annahmefrist verlängert sich, gem. § 21 Abs. 5 WpÜG, um zwei Wochen, wenn eine Angebotsanpassung innerhalb der letzten zwei Wochen der bisherigen Frist publiziert wird. Weitere Änderungen sind in den zusätzlichen zwei Wochen nicht mehr möglich. Durch Aktualisierungen, Berichtigungen oder automatische Anpassungen der Gegenleistung aufgrund von Parallelerwerben der betroffenen Aktien, erfolgt keine Fristverlängerung.³³ Wird innerhalb der Annahmefrist ein konkurrierendes Angebot vorgelegt, verlängert sich die ursprüngliche Frist, gem. § 22 WpÜG, bis zum Ablauf der Frist des zweiten Angebots. Außerdem können auch in diesem Fall vorherige Annahmen zurückgezogen werden. Durch die o.g. Fälle kann die normalerweise maximale Annahmefrist von zehn Wochen überschritten werden.

Im Verlauf des Angebots hat der Bieter Veröffentlichungspflichten nach § 23 WpÜG zu erfüllen. Diese dienen vor allem dazu, die Informationslage der angesprochenen Aktionäre zu verbessern.³⁴ In „Wasserstandsmeldungen“ muss er, um über den voraussichtlichen Erfolg bzw. Misserfolg zu informieren, die ihm aktuell zustehenden Wertpapiere, Stimmrechte sowie deren Anteilshöhe und die aktuelle Annahmequote offenlegen.³⁵ Zunächst besteht eine wöchentliche und in der Woche vor dem Ende der Annahmefrist eine tägliche Veröffentlichungspflicht. Außerdem müssen unmittelbar nach Ablauf der (weiteren) Annahmefrist und nach Erreichen der Ausschlussrelevanten Beteiligungshöhe von 95%, lt. § 39a Abs. 1-2 WpÜG, entsprechende Meldungen erfolgen.

Sollte eine Mindestannahmequote nicht erreicht oder ein Angebot untersagt worden sein, so darf der Bieter, gem. § 26 Abs. 1 WpÜG, erst nach einem Jahr ein neues Angebot für dieselbe Gesellschaft abgeben. Es sei denn er ist zur Abgabe eines weiteren Angebots verpflichtet oder die Sperrfrist wurde, in gemeinsamem Einvernehmen von BaFin, Bieter und Zielgesellschaft, aufgehoben.

2.2.2 Übernahme- und Pflichtangebote

Die Bezeichnung Übernahmeangebot wird, lt. § 29 WpÜG, für solche Angebote an Aktionäre verwendet, deren Ziel es ist, mindestens 30% der Stimmrechte einer Gesellschaft zu halten und somit die Kontrolle über ein Unternehmen zu erlangen. Dabei darf sich das Angebot, gem. § 32 WpÜG, nicht nur auf einen Teil

³³ Vgl. Thun, A., Angebotsgrundlagen, 2017, § 21 WpÜG Rn. 4-7.

³⁴ Vgl. Wackerbarth, U., WpÜG1, 2017, § 23 WpÜG, Rn. 2.

³⁵ Vgl. Thun, A., Angebotsgrundlagen, 2017, § 23 WpÜG Rn. 1-3.

der Aktien des Unternehmens beziehen. Dies bedeutet, dass sowohl alle Stamm- als auch Vorzugsaktien Ziel der Offerte sein müssen.³⁶ Ob dafür eine Börsennotierung gegeben sein muss, ist umstritten, wobei die BaFin diesen Umstand in der Praxis unberücksichtigt lässt.³⁷ Zur Bestimmung des relevanten Stimmrechtsanteils sind jegliche Stimmrechte, über die der Bieter rechtskonform verfügen kann, zu summieren. Die Verfügungsberechtigung kann durch rechtliche Strukturen, Vereinbarungen und diverse weitere Umstände gegeben sein, die in § 30 WpÜG aufgeführt sind.

Der Vorstand der Zielgesellschaft hat, lt. § 33 WpÜG, Handlungen zu unterlassen, die den Erfolg des Angebots verhindern könnten. Es sei denn, er wird im Laufe einer Hauptversammlung (von mindestens drei Vierteln des Grundkapitals) zu solchen ermächtigt oder sie entsprechen Handlungen eines ordentlichen Kaufmannes.

Nur bei Übernahmeangeboten profitieren Aktionäre, die innerhalb der normalen Annahmefrist keine Annahme getätigt haben, von der sogenannten Zaunkönig-Regelung.³⁸ Den betroffenen Aktionären wird, lt. § 16 Abs. 2 WpÜG, eine zweite Annahmegerlegenheit durch eine weitere zweiwöchige Annahmefrist nach Ablauf der bisherigen Frist gewährt, sofern eine etwaige Mindestannahmequote bereits erreicht wurde.

Pflichtangebote werden, nach § 35 Abs. 1 WpÜG, durch eine unmittelbare oder mittelbare Kontrollerlangung über eine Gesellschaft ausgelöst. Diese muss innerhalb von sieben Kalendertagen bekanntgegeben werden. Es sei denn, sie erfolgte im Verlauf eines Übernahmeangebotes, § 35 Abs. 3 WpÜG, oder der Verpflichtete lässt sich, gem. § 37 WpÜG, durch die BaFin von der Vorschrift befreien. Ansonsten hat er ab der Bekanntmachung vier Wochen Zeit der BaFin eine Angebotsunterlage zu übergeben und sie, nach der Zulassung, zu veröffentlichen. Verstößt die kontrollierlangende (juristische) Person gegen die Pflichten aus § 35 WpÜG, ist sie, lt. § 38 WpÜG, zur jährlichen Zahlung von Zinsen verpflichtet. Diese werden auf die (später) im Pflichtangebot angegebene Gegenleistung berechnet, mittels eines Zinssatzes, der fünf Prozentpunkte über dem jeweiligen Basiszinssatz liegt.³⁹

³⁶ Vgl. Krause, H., Übernahmerecht2, 2002, S. 709.

³⁷ Vgl. Wackerbarth, U., WpÜG1, 2017, § 32 WpÜG, Rn. 12.

³⁸ Vgl. Beisel, W., Anteilerwerb, 2016, § 14 Rn. 22.

³⁹ Vgl. Hecker, M., Gegenleistung1, 2017, § 38 WpÜG, Rn. 64.

Im Falle von Übernahme- und Pflichtangeboten hat der Bieter, gem. § 31 Abs. S. 1-2 WpÜG sowie § 3 WpÜGAngebV, eine angemessene Gegenleistung, entweder in Geld oder Aktien, in Aussicht zu stellen. Es besteht die Pflicht eine Gegenleistung in Euro anzubieten, sofern der Bieter in einem Zeitraum von sechs Monaten vor der Veröffentlichung seiner Angebotsabsicht bis zum Ablauf der Annahmefrist, wenigstens 5% der betroffenen Aktien gegen Geld erworben oder den Erwerb vereinbart hat. Bei einem Ausgleich durch Aktien müssen Aktien mit Stimmrechten gewährt werden, wenn die einzutauschenden Stücke ebenfalls Stimmrechte hatten. Die angebotene Gegenleistung erhöht sich automatisch für die jeweilige Aktiengattung, wenn die übernehmende Gesellschaft sich, vor dem Ablauf der Annahmefrist, Stücke zu einem höheren Preis sichert (Nachbesserung bei Parallelerwerb).⁴⁰ Berücksichtigt werden außerdem außerbörsliche Käufe und Erwerbsvereinbarungen bis zu einem Jahr nach dem Fristablauf. Unberücksichtigt bleiben hingegen Käufe aufgrund einer Abfindungsverpflichtung und börsliche Käufe, die auf einem unabhängigen Marktpreis basieren.⁴¹

Der Wert der Gegenleistung muss, ungeachtet der Art, lt. § 4 WpÜGAngebV, einerseits mindestens dem höchsten (vereinbarten) Erwerbspreis für Zielaktien, über den Zeitraum von sechs Monaten vor der Veröffentlichung der Angebotsunterlagen, entsprechen. Andererseits muss er, im Falle einer inländischen Börsennotierung, mindestens auf dem Niveau des nach Börsenumsätzen gewichteten durchschnittlichen Kurses der letzten drei Monate, bis einen Tag vor Verkündung der Angebotsabsicht, liegen, § 5 WpÜGAngebV. Für den Fall des Pflichtangebots nach der Kontrollerlangung gilt der Tag vor Veröffentlichung jener als Stichtag.

Durch die Gewichtung der Kurse nach Umsatz, dem Produkt der Multiplikation von Stückzahl und Aktienkurs des jeweiligen Geschäfts, beeinflussen Transaktionen mit einem hohen Umsatz das Ergebnis stärker.⁴² Die Feststellung des Durchschnittskurses erfolgt dann über die Division der summierten Umsätze durch die gesamte Stückzahl aller Geschäfte. Im Sonderfall, dass Börsenkurse nur an weniger als einem Drittel der Börsentage festgestellt wurden und mehrere Abwei-

⁴⁰ Vgl. Marsch-Barner, R., *Gegenleistung*², 2017, § 31 WpÜG, Rn. 93-95.

⁴¹ Vgl. Nestler, A., Santelmann, M., *Gegenleistung*³, 2013, § 31 WpÜG, Rn. 95.

⁴² Vgl. BaFin, *Mindestpreise*, 2018, o. S.

chungen von mehr als 5% bei aufeinanderfolgenden Kursen bestanden (Marktenge), sind sie nicht als aussagekräftig anzusehen.⁴³ Die Gegenleistung muss dann, lt. § 5 Abs. 4 WpÜGAngebV, auf einem ermittelten Unternehmenswert basieren. Liegt ein kürzerer Notierungszeitraum als drei Monate vor, ist er vollständig zu beachten.

2.2.3 Sonderfall: Delisting-Erwerbsangebote nach BörsG

Zum 26.11.2015 trat eine Neuregelung im Börsengesetz (BörsG) in Kraft, die von Anlegerschützern, nach der „Frosta“-Entscheidung des Bundesgerichtshofs (BGH) 2013, lautstark gefordert wurde.⁴⁴ Die Entscheidung ermöglichte es Unternehmen damals, ein Delisting, den Widerruf der Börsenzulassung von Wertpapieren, ohne Hauptversammlungsbeschluss und Barabfindungsangebot durchzuführen.⁴⁵ Damit waren sowohl ein deutlicher Anstieg von Delisting-Verfahren, als auch erhebliche Kursverluste für Aktionäre verbunden.⁴⁶ Die geänderten bzw. neuen Absätze des § 39 BörsG sollten den Aktionärsschutz wiederherstellen.

In § 39 Abs. 2-3 BörsG wird der Geschäftsführung das Recht eingeräumt, den Rückzug der Aktien von einer Börse, auf Forderung des Emittenten, einzuleiten. Dazu muss entweder ein bedingungsloses Angebot zum Erwerb aller betroffenen Stücke mit dem Hinweis auf einen Delisting-Antrag gestellt werden (Delisting-Erwerbsangebot) oder die Gattung weiterhin an einem anderen regulierten bzw. organisierten Markt notiert bleiben. Im erstgenannten Fall muss die angebotene Gegenleistung, gem. § 39 Abs. 3 S. 2 BörsG, aus Euro bestehen und außerdem wenigstens dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs der Aktien innerhalb von sechs Monaten vor der Veröffentlichung entsprechen. In diesen Vorgaben unterscheidet sich das Delisting-Erwerbsangebot von den anderen Angebotsarten des WpÜG.

Verletzt der Emittent Veröffentlichungspflichten mit wesentlichen Auswirkungen auf den Durchschnittskurs, das Verbot der Marktmanipulation oder ist kein repräsentativer Kurs feststellbar, ist die Gegenleistung auch hierbei anhand einer Unternehmensbewertung zu ermitteln.⁴⁷ Das Gesetz sieht an dieser Stelle kein

⁴³ Vgl. Marsch-Barner, R., *Gegenleistung*2, 2017, § 31 WpÜG, Rn. 16.

⁴⁴ Vgl. Klepsch, O., *Delisting*, 2016, S. 23.

⁴⁵ Vgl. Emmerich, V., *Ausgleich*1, 2016, § 305, Rn. 10-10d.

⁴⁶ Vgl. Finanzausschuss, *Beschlussempfehlung*, 2015, S. 83-84.

⁴⁷ Vgl. Dreier, P., *SpruchG*, 2016, § 1 SpruchG Rn. 25-27.

Spruchverfahren zur Prüfung der Angemessenheit der Abfindung vor. Dies ist der bedeutendste Unterschied zu den in den vorherigen Unterpunkten dargelegten Vorschriften. Ansonsten gelten, lt. § 39 Abs. 2 Satz 1 BörsG, für das Abfindungsangebot im Rahmen des Delistings grundsätzlich weiterhin die Vorgaben des WpÜG. Ein Delisting-Antrag darf erst nach Veröffentlichung des Angebots erfolgen und zwischen Veröffentlichung und Wirksamwerden des Widerrufs der Börsenzulassung dürfen, gem. § 39 Abs. 5 S. 1 BörsG, nicht mehr als zwei Jahre vergehen.

3 Investmentopportunitäten und Investmentstrategien

Auf den bisher geschilderten Grundlagen aufbauend, werden in diesem Kapitel die für Investoren entstehenden Opportunitäten, deren Nutzung und die einhergehenden Risiken erörtert. Die Opportunitäten sind in vier Hauptpunkte unterteilt, analog der verbreiteten Chronologie von Übernahmen. Zum Teil wird in den entsprechenden Abschnitten auf weitere spezifische gesetzliche Vorgaben eingegangen.

3.1 Veröffentlichungen von Übernahmeabsichten

Die Bekanntgabe einer Übernahme hat, aufgrund der zwangsläufig damit verbundenen Änderungen der Gesellschaftsverhältnisse, erheblichen Einfluss auf die Aktienkurse der involvierten Unternehmen. Bereits Gerüchte über Transaktionen können zu deutlichen Kursbewegungen führen. Besonders bemerkbar machen sich Gerüchte und offizielle Ankündigungen in steigenden Aktienkursen der Akquisitionsziele.⁴⁸

3.1.1 Chancen bei Ankündigungen

Die BaFin untersuchte 2014 in einer Studie, wie sich die Veröffentlichung eines Angebotes, nach einer der drei Arten gem. WpÜG, auf die Aktienkurse von Zielgesellschaften auswirkte. Die Studie umfasst die Jahre 2002 bis 2012 und vergleicht den ersten Börsenschlusskurs nach der Bekanntgabe mit jenen einen Monat, eine Woche und einen Tag davor.⁴⁹ Das arithmetische Mittel der ausgewerteten Daten ergab eine durchschnittliche Preissteigerung von 26,36% über einen Monat, 18,96% über eine Woche, sowie 14,84% über einen Tag. Erkennbar ist, dass der Effekt mit der Annäherung an die Veröffentlichung geringer wird. Erklären lässt sich dieser Sachverhalt u. a. mit Aktienkäufen des Bieters und von Insidern sowie Gerüchten, die oftmals im Vorhinein auf eine Übernahme hindeuten.

Dass die Ergebnisse der BaFin sich im Kern auf die Folgejahre bis 2016 projizieren lassen, zeigt der finexpert „German takeover report“ der Leipzig Graduate School of Management. Dessen Daten, von 2009 bis 2016, zeigen die kumulierten abnormalen Renditen (cumulative abnormal returns – CARs) der Aktien von

⁴⁸ Vgl. Krieg, K., Kausemann, A., Preisreaktionen, 2014, S. 1.

⁴⁹ Vgl. Krieg, K., Kausemann, A., Preisreaktionen, 2014, S. 1 ff.

Zielgesellschaften, gemessen am DAX Index, vom Tag vor bis zum Tag nach der Angebotsverkündung.⁵⁰ Es wurden nur die Kurse von Zielgesellschaften betrachtet, bei denen der Bieter bei Angebotsabgabe zu weniger als 75% beteiligt war. Bei den CARs handelt es sich um die aggregierten Abweichungen von einer erwarteten Rendite, innerhalb eines Zeitraums um ein Event.⁵¹ Anhand der Daten lässt sich – für den zuvor genannten Zeitraum – eine durchschnittliche Kurssteigerung von 20,05% errechnen.

Darüber hinaus setzt der Report noch die Angebotspreise in Bezug zum relevanten gewichteten Durchschnittskurs. Dieses Vorgehen lässt erkennen, wie viel mehr als den gesetzlichen Mindestpreis, die Bieter zu zahlen bereit waren. In den besagten acht Jahren betrug die ungewichtete durchschnittliche Übernahmeprämie 19%.⁵² Aus keinem der beiden Berichte geht hervor, auf die Kurse welcher Börse(n) sie sich beziehen.

Aus den Ergebnissen der BaFin Studie lässt sich schlussfolgern, dass die Rendite von Investitionen in Übernahmekandidaten höher ausfällt, umso rechtzeitiger sie getätigt werden. Rechtzeitig ist hierbei nicht zwingend mit frühzeitig gleichzusetzen. Die Auswertung der BaFin suggeriert zwar diese Annahme, doch ist es nicht zwangsläufig so, dass der Einstandskurs einen Monat vor einer Übernahme niedriger ist, als eine Woche davor. Die BaFin gibt schließlich nur einen Durchschnitt an und die Kurse der jeweiligen Aktien können in den Monaten vor einem Übernahmeangebot höchst unterschiedlich verlaufen. Generell ist aber festzuhalten, dass es sich lohnt, unmittelbar vor der Ankündigung einer Transaktion, Aktien einer Zielgesellschaft erworben zu haben.

Ähnlich zielführend sind möglichst zeitnahe Käufe nach einer Verkündung. Ein direkter Börsenzugang sowie eine schnelle, bestenfalls algorithmisch automatisierte, Abfrage und Verarbeitung von Ad Hoc Mitteilungen sind dafür ideal. Nach solchen Käufen sind nur drei Szenarien denkbar. Erstens könnte der Bieter den gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs oder einen Preis bieten, die beide entweder unter oder auf dem aktuellen Kursniveau liegen. Dies wird er jedoch nicht tun, wenn es ihm um einen Kontrollerwerb geht. Zweitens könnte der Bieter wiederum den gewichteten Dreimonatsdurchschnittskurs oder einen Preis bieten, die aber beide über dem aktuellen Kurs liegen. An die Höhe des Erstgenannten ist er gesetzlich mindestens gebunden, aber Letzteren wird er wählen,

⁵⁰ Vgl. Hoy, S. et al., Übernahmestatistik, 2017, S. 10.

⁵¹ Vgl. Campbell, R. H., CAR, 2011, o. S.

⁵² Vgl. Hoy, S. et al., Übernahmestatistik, 2017, S. 6.

um einen größeren Anreiz zur Annahme des Angebots zu schaffen.⁵³ Der Anleger verzeichnet dann sofort einen Buchgewinn, da der Aktienkurs in der Regel bis knapp unter den Angebotspreis und regelmäßig auch darüber steigt.⁵⁴ Das letzte Szenario stellt den Worst Case dar und bedeutet, dass die Übernahme, entgegen der Ankündigung, doch nicht stattfindet. Damit wäre unmittelbar ein Kursrückgang verbunden.

Anders als der Aktienkurs des Übernahmeziels, stagniert derjenige des Bieters nach der Ankündigung in den meisten Fällen mehr oder weniger. Der finexpert „German takeover report“ stellt Daten bereit, aus denen sich – von einem Tag vor der Übernahme bis einen Tag danach – eine durchschnittliche Kurssteigerung von nur etwa 0,76% ergibt.⁵⁵ Zurückzuführen ist dies u. a. auf die Ungewissheit, die mit der Transaktion einhergeht. Die Bestandsaktionäre sind sich oftmals uneinig, ob die Transaktion überwiegend positiv oder negativ zu bewerten ist.

Handelt es sich um ein Umtauschangebot der Aktien des Bieters gegen Aktien der Zielgesellschaft, sinkt der Aktienkurs des Bieters sogar häufig und hauptsächlich wegen arbitragegetriebener Leerverkäufe.⁵⁶ Auf diese Dynamik, die durch die Stock Merger Arbitrage entsteht, wird im entsprechenden Abschnitt 3.2.2 eingegangen. Folglich bietet es sich in der Regel nicht an, Aktien des Bieters nach der Ankündigung zu erwerben. Es sei denn, die Übernahme ist unverkennbar positiv für dessen Marktposition und wirkt sich deshalb auch positiv auf den Aktienkurs aus.

3.1.2 Angebote annehmen oder nicht?

Besonders Altaktionären eines Zielunternehmens, aber auch allen anderen Anlegern, stellt sich die Frage, ob und wann ein Übernahmeangebot angenommen werden sollte. Sie haben möglicherweise schon einen hohen Buchgewinn zu verzeichnen und ihn zu realisieren, kann attraktiver erscheinen, als an einer risikobehafteten Position festzuhalten.⁵⁷ Um die Ausgangsfrage zu klären, sind die generellen Chancen bei jeder Transaktion und für jeden Investor individuell abzuwägen.

⁵³ Vgl. Pedersen, L. H., Arbitrage3, 2015, S. 294.

⁵⁴ Vgl. Och, D. S., Pulvino, T. C., Arbitrage4, 2005, S. 107.

⁵⁵ Vgl. Hoy, S. et al., Übernahmestatistik, 2017, S. 12.

⁵⁶ Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 34.

⁵⁷ Vgl. Elsland, S., Weber, M., Tender, 2006, S. 5.

Grundsätzlich hängt die Entscheidung für oder gegen ein Angebot vom Kurs der betroffenen Aktie ab. Liegt er unter dem Angebotspreis, darauf oder darüber? Wo wird er am Ende der Annahmefrist stehen? Und wie hoch ist die Prämie in Relation zum Referenzpreis des einzelnen Investors?⁵⁸ Es besteht immer die Möglichkeit, dass eine dritte Gesellschaft ein Konkurrenzangebot abgibt und den Aktienkurs in die Höhe treibt. Allerdings kann in einem solchen Fall von einer zuvor getätigten Angebotsannahme zurückgetreten werden. Deshalb ist in erster Linie zu überlegen, was getan wird, wenn der Aktienkurs ohne Konkurrenzangebot über den Angebotspreis steigt. Hauptsächlich ausschlaggebend dafür sind Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer auf eine Angebotserhöhung, anschließende Strukturmaßnahmen und/oder eine höhere nachträgliche Abfindung.⁵⁹ Diese Erwartungen sind die Basis der Strategien, die in anderen Abschnitten erläutert werden.

Um von einem derartigen Kursverlauf zu profitieren – und im Hinblick auf sich anschließende Opportunitäten – bietet es sich an, die gesamte Angebotsfrist, inklusive der weiteren Annahmefrist, abzuwarten. Dabei sollten stets die aktuellsten Bekanntmachungen (z. B. der Annahmequote) verfolgt werden, welche sich direkt auf den Kurs auswirken können. Schwankt der Aktienkurs des Übernahmeziels jedoch bis zum Ende der Annahmefrist nur knapp unter dem Angebotspreis, kann in Erwägung gezogen werden, die Stücke einzureichen und somit den Angebotspreis zu vereinnahmen.

Auch wenn der Anleger seine Aktien bereits früher zur Annahme des Angebots eingereicht hat, kann er in der Regel trotzdem von Kurssteigerungen profitieren. Da eingereichte Aktien, welche dann die Ursprungsgattung im Depot ersetzen, normalerweise über die Börse bzw. außerbörslich handelbar sind, hat er die Möglichkeit, sie zu verkaufen. Ebenso sollte ein zeitnaher Verkauf der Aktien in Betracht gezogen werden, sobald der Kurs deutlich unter dem Angebotspreis notiert. Denn dies indiziert eine höhere Wahrscheinlichkeit des Transaktionsmisserfolgs.⁶⁰ Des Weiteren drängt ein Verkauf bei einem Aktientausch, sobald der Aktienkurs des Bieters deutlich fällt und sich somit die Gegenleistung verringert.⁶¹ Es sei denn, die Position ist abgesichert.

⁵⁸ Vgl. Elsland, S., Weber, M., Tender, 2006, S. 32.

⁵⁹ Vgl. Wadewitz, S., Abfindung, 2017, S. 7.

⁶⁰ Vgl. Och, D. S., Pulvino, T. C., Arbitrage4, 2005, S. 121.

⁶¹ Vgl. Rappaport, A., Sirower, M. L., Trade-Offs, 1999, o. S.

Zur Beurteilung der Chancen ist außerdem die Person des Investors selbst, bzw. die Höhe seines Anteils am Unternehmen, relevant. Ist sein Handeln öffentlichkeitswirksam und wahrscheinlich von Bedeutung für den Ausgang des Angebots, bieten sich ihm ganz andere Möglichkeiten. Beispielsweise könnte er die Ablehnung des Angebots andeuten und eine höhere Gegenleistung fordern.⁶² Zusätzlich ist zu analysieren, wer die (anderen) Hauptanteilseigner sind und wie sie sich verhalten werden. Je genauer dies prognostiziert werden kann, desto besser kann das eigene Vorgehen abgestimmt werden.

Einige Investoren reichen ihre Aktien weder ein, noch verkaufen sie sie über eine Börse. Sie bleiben weiterhin Aktionäre. Dies kann u. a. mit dem sogenannten „Free Rider“ (engl. für Trittbrettfahrer) Prinzip erklärt werden.⁶³ Der Anleger geht davon aus, dass das Unternehmen nach der erfolgreichen Übernahme noch mehr wert wird. Diese Annahme basiert auf der logischen Schlussfolgerung, dass gar keine Übernahme initiiert worden wäre, wenn kein Wertsteigerungspotenzial über den Angebotspreis bestünde. Problematisch ist, wenn deshalb nicht genügend Aktien zum Vollzug der Transaktion eingereicht werden („Free Rider Problem“). Professionelle Investoren, die Anteilseigner bleiben, weil sie auf die bereits erwähnten weiteren Chancen hoffen, tragen ebenfalls zu diesem Problem bei. Andererseits kann ihre Intention auch sein, das Angebot erst scheitern zu lassen, um dann von einem zweiten, höheren Angebot zu profitieren.⁶⁴

Wie eingangs angedeutet, unterscheidet sich das Anlageverhalten also von Deal zu Deal und von Investor zu Investor. Zur Gewinnmaximierung sollten laufend alle Optionen beurteilt und es sollte je nach Verlauf der Transaktion entschieden werden.

3.2 Merger Arbitrage

Eine der am häufigsten durchgeführten Investmentstrategien im Rahmen von Unternehmensübernahmen ist die Merger Arbitrage, welche auch als Risk Arbitrage bezeichnet wird.⁶⁵ Mit ihr kann eine attraktive Rendite, bei niedriger Volatilität, erwirtschaftet werden.⁶⁶ Abhängig von der Angebotsart wird zwischen

⁶² Vgl. Selzner, H., *Activism*, 2014, S. 9.

⁶³ Vgl. Grossman, S. J., Hart, O. D., *Free-Rider*, 1980, S. 43.

⁶⁴ Vgl. Beisel, W., *Anteilerwerb*, 2016, § 14 Rn. 23.

⁶⁵ Vgl. Stowell, D. P., *Arbitrage5*, 2012, S. 255.

⁶⁶ Vgl. Kirchner, T., *Arbitrage2*, 2016, S. 34.

Cash und Stock Merger Arbitrage unterschieden. Obwohl die Strategie als „Arbitrage“ betitelt ist, handelt es sich nicht um tatsächliche Kapitalmarkt-Arbitrage, im eigentlichen risikolosen Sinne, durch (annähernd) simultane Geschäfte.⁶⁷ Aufgrund der Vorgehensweise und des Übernahmehintergrundes werden aber trotzdem diverse Risiken ausgeschlossen und, in einem neutralen/positiven Marktumfeld, wird ein beinahe marktneutrales Investment mit einem Beta nahe Null generiert.⁶⁸ Das Beta gibt den Anteil des systematischen Risikos (Marktrisiko) an.⁶⁹

Warren Buffett, einer der weltweit bekanntesten und geachtetsten Investoren, brachte die Überlegungen, die ein Anleger vor einem Investment während einer Übernahme anstellen muss, mittels folgender Fragen auf den Punkt:

Wie wahrscheinlich ist der Eintritt des Ereignisses?

Wie lange wird die investierte Summe gebunden sein?

Wie wahrscheinlich ist ein gewisses (die Prognose übertreffendes) Resultat?

Was passiert, falls das Ereignis nicht eintritt?⁷⁰

3.2.1 Cash Merger Arbitrage

Die simpelste Art der Merger Arbitrage ist bei einer Übernahme mit Barangebot durchführbar. Der Arbitrageur nutzt – wie auch bei der Stock Merger Arbitrage – die Risikoaversion anderer Anleger aus. Er nimmt dafür ein asymmetrisches Chance-Risiko-Verhältnis in Kauf.⁷¹ Dies bedeutet, dass er für das eingegangene Deal Risiko mit geringer Eintrittswahrscheinlichkeit aber hohem Verlustpotenzial, eine relativ sichere aber eher geringe Rendite erwarten kann. Viele Anleger sind nicht bereit ein Investment zu tätigen, bei welchem das Verhältnis nicht deutlich zu Gunsten der Rendite tendiert. Aus diesem Grund und weil bereits länger investierte Anleger oftmals ihre Buchgewinne sichern wollen – und deshalb ihre Anteile verkaufen – kommt es immer wieder zu Merger Arbitrage Opportunitäten.⁷²

⁶⁷ Vgl. Hull, J. C., *Derivate*, 2015, S. 41.

⁶⁸ Vgl. Briand, R. et al., *Premia-Portfolio*, 2009, S. 2 f.

⁶⁹ Vgl. Hull, J. C., *Derivate*, 2015, S. 997.

⁷⁰ Vgl. Buffett, W. E., *Letter*, 1988, o. S.

⁷¹ Vgl. Bottoli, R., *Marktunabhängigkeit*, 2017, S. 14.

⁷² Vgl. Pedersen, L. H., *Arbitrage3*, 2015, S. 294 ff.

Bei solchen notieren die Aktien eines Zielunternehmens, bis zur vollständigen Erfüllung aller Vollzugsbedingungen der Übernahme, wenige Prozent unter dem Angebotspreis. Je wahrscheinlicher und je näher der Abschluss einer Transaktion ist, desto geringer ist der Abschlag.⁷³ Die Differenz wird als Deal-Spread bezeichnet. Zusätzlich hat das gegenwärtige Zinsniveau einen signifikanten Einfluss auf die Höhe dieses Spreads. Je höher das Niveau, desto größer ist er, da andere sicherere Anlagealternativen zunächst attraktiver sind. Arbitrageure spekulieren im Laufe der Übernahme auf einen sich verkleinernden Spread.

Der Anleger nimmt bei einer Cash Merger Arbitrage nur eine Long Position in Aktien des Zielunternehmens ein.⁷⁴ Den Spread zwischen Einstandskurs und Angebotspreis, der die Risikoprämie für die Übernahme des Deal Risikos darstellt, vereinnahmt er spätestens bei Vollzug der Transaktion, wenn er dem Bieter seine Aktien einreicht. Somit ist ihm zu Beginn seines Investments bereits die minimale Rendite im Erfolgsfall bekannt. Diese kann bestenfalls noch (deutlich) höher ausfallen, wenn während der Laufzeit des Angebots eine Dividende gezahlt, das Angebot erhöht, ein Konkurrenzangebot abgegeben wird oder der Aktienkurs über den Angebotspreis steigt.⁷⁵

Wie bereits geschildert, ist der Anleger nicht gezwungen die Auszahlung der Gegenleistung abzuwarten, weil er seine (eingereichten) Aktien jederzeit verkaufen kann. Da es bei der Merger Arbitrage hauptsächlich auf die Rendite aus dem Spread ankommt, muss der Investor sein Kapital also bestenfalls gar nicht bis zum Ende der Transaktion binden. Ist er zu einem Zeitpunkt eingestiegen zu dem der Spread sehr weit war, kann er seine Aktien verkaufen, sobald der Spread enger oder sogar negativ ist.⁷⁶ Recht sichere Rendite in einem relativ kurzen Zeitraum zu erwirtschaften ist das, was Merger Arbitrage attraktiv macht.

⁷³ Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 18-21, 143 f.

⁷⁴ Vgl. Stowell, D. P., Arbitrage5, 2012, S. 256.

⁷⁵ Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 156, 166, 180.

⁷⁶ Vgl. Hilpold, C., Kaiser, D. G., Anlagetechniken, 2013, S. 232.

Daher ist die risikoadjustierte, annualisierte zu erwartende Rendite eines Cash Merger Arbitrage Portfolios interessant:

$$R = \left(\frac{E * A + (1 - E) * (K - V)}{K} - 1 \right) * \left(\frac{365}{t} \right) \quad (1)$$

Formel 1: Erwartete annualisierte Rendite Cash Merger Arbitrage

R = Erwartete annualisierte Rendite (%) E = Erfolgswahrscheinlichkeit (%) A = Angebotspreis (GE)
V = Erwarteter Verlust / Kursabschlag vom Einstandskurs bei Misserfolg (GE) K = Einstandskurs (GE)
t = Erwartete Dauer (Tage); Quelle: In Anlehnung an Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 139

In der Formel wird als möglicher Ertrag nur der Deal-Spread berücksichtigt. Eine Dividende ließe sich aber simpel einbeziehen, indem sie zum Angebotspreis addiert wird.⁷⁷ Zum besseren Verständnis der Formel soll an dieser Stelle das Beispiel der Übernahme der Kuka AG durch die Mecca International (BVI) Ltd. in 2016 dienen. Zu Beginn der Annahmefrist, dem 16.06.2016, lag der Xetra Schlusskurs der Kuka Aktien bei genau 108€. ⁷⁸ Am Tag vor der Absichtserklärung, dem 17.05., notierte die Aktie bei 84,41€, weshalb ein erwarteter Verlust von 23,59€ geschätzt wird (108€ - 84,41€). Eine Erfolgswahrscheinlichkeit von 80% und einen Abschluss in 92 Tagen annehmend, ergibt das Einsetzen der Parameter in die Formel folgendes Ergebnis:

$$R = \left(\frac{0,80 * 115 + (1 - 0,80) * (108 - 23,59)}{108} - 1 \right) * \left(\frac{365}{92} \right) \approx 3,24\%$$

Die Anwendung der Formel ist allerdings nur bei einem Cash Merger Arbitrage Portfolio, nicht bei einem einzelnen Deal, sinnvoll. Denn naturgemäß sind die Ausgangsmöglichkeiten einer Übernahme binär.⁷⁹ Entweder ist sie erfolgreich oder sie scheitert. Folglich kann ein einziger Deal nie die erwartete Rendite, sondern nur den Spread oder einen (erwarteten) Verlust einbringen. Wird die Formel jedoch auf jede Transaktion in einem Merger Arbitrage Portfolio angewendet, steigt die Aussagekraft mit der Anzahl enthaltener Transaktionen. Vorausgesetzt, die Erfolgswahrscheinlichkeit kann ausreichend akkurat ermittelt werden, was die größte Schwierigkeit darstellt. Sie beeinflusst das Ergebnis der Formel hochgradig. Absolut entscheidend für gewinnbringende Merger Arbitrage

⁷⁷ Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 25.

⁷⁸ Bloomberg KU2 GY

⁷⁹ Vgl. Jorion, P., Risikomanagement, 2008, S. 61.

Investments ist folglich, die Vollzugswahrscheinlichkeit eines Deals im Verlauf, fortwährend schnell und zutreffend, kalkulieren zu können.⁸⁰

Im Gegensatz zu der normalen Cash Merger Arbitrage, bei der auf einen Erfolg der Übernahme gesetzt wird, kann eine Reverse Merger Arbitrage durchgeführt werden. Dabei wird auf einen Misserfolg der Transaktion spekuliert.⁸¹ Hierzu nimmt der Händler, durch bestimmte Derivate oder den Leerverkauf der Aktien, eine Position ein, deren Wert sich bei einem fallenden Aktienkurs des Akquisitionsziels steigert. Sollte der Deal abgebrochen werden und ein Kursrutsch einsetzen, erzielt der Anleger eine positive Rendite.

3.2.2 Stock Merger Arbitrage

Die etwas komplexere Variante der Merger Arbitrage ist durchzuführen, wenn ein Angebot eine Zahlung in Aktien vorsieht. Enthält das Angebot zusätzlich einen Geldanteil, ist dieser zu vernachlässigen, da „der Markt“ ihn dem Kurs der Zielgattung anrechnet.⁸² Beim Stock Merger sieht der potentielle Anleger sich, zusätzlich zum Deal Risiko, noch dem Kursrisiko der Aktie des Akquirierenden ausgesetzt.⁸³ Im Laufe der Angebotsfrist kann der Kurs fallen, wodurch sich die angebotene Gegenleistung verringert. Um sich dagegen abzusichern, geht der Arbitrageur diesmal nicht nur eine Long Position in Aktien des Übernahmeziels, sondern gleichzeitig eine Short Position in Aktien des übernehmenden Unternehmens ein.⁸⁴

Um eine solche Short Position – einen gedeckten Leerverkauf – darzustellen, ist er verpflichtet, die notwendigen Stücke vorher geliehen zu haben.⁸⁵ Ungedeckte Leerverkäufe von Aktien sind seit dem 01.11.2012 nur noch unter den in Artikel 12 der EU-Leerverkaufsverordnung Nr. 236/2012 genannten Bedingungen erlaubt, wodurch sie charakteristisch aber gedeckten Leerverkäufen entsprechen. Der Arbitrageur muss jedoch nicht zwingend eine Aktien Short Position aufbauen. Er kann stattdessen auf Derivate zurückgreifen, die richtig eingesetzt denselben Zweck erfüllen. Leerverkäufe stellen aber in der Regel die erste Wahl dar und werden folgend ausschließlich beleuchtet.

⁸⁰ Vgl. Weber, T., Investmentstrategien, 2004, S. 111.

⁸¹ Vgl. Hilpold, C., Kaiser, D. G., Anlagetechniken, 2013, S. 231.

⁸² Vgl. McDermott, I., Mulcahy, M., Arbitrage6, 2017, S. 36.

⁸³ Vgl. Pedersen, L. H., Arbitrage3, 2015, S. 300.

⁸⁴ Vgl. McDermott, I., Mulcahy, M., Arbitrage6, 2017, S. 31.

⁸⁵ Vgl. Buck-Heeb, P., Kapitalmarktrecht, 2016, S. 230.

Bei einer Wertpapierleihe handelt es sich rechtlich gesehen um ein Sachdarlehen.⁸⁶ In der Praxis wird sie aber, hergeleitet vom englischen Begriff „Securities Lending“, beinahe ausschließlich als Wertpapierleihe bezeichnet. Eine Wertpapierleihe kostet eine prozentuale p.a. Gebühr und darüber hinaus häufig eine absolute Mindestgebühr.⁸⁷ Zu berücksichtigen ist, dass eine Leihe bei Übernahmen oft sehr gefragt und deshalb schwieriger darzustellen ist. Dies führt meist zu einer höheren prozentualen Gebühr als gewöhnlich. Die (potentiellen) Kosten der Aktienleihe, mit zusätzlicher Berücksichtigung der wahrscheinlich notwendigen Hinterlegung von Sicherheiten beim Verleiher, müssen in die Renditeerwartung einkalkuliert werden. Ebenso mögliche Dividenden, die weiterhin dem Leihegeber zustehen.⁸⁸ Es kann dazu kommen, dass die prozentuale Gebühr im Laufe einer Leihe angehoben – oder selten auch herabgesetzt – wird. Außerdem ist es jederzeit möglich, dass eine Leihe nicht mehr darstellbar ist und die Stücke zurückgefordert werden (Recall).⁸⁹

Bleibt die Leihe jedoch bis zum Abschluss des Deals stabil, geht die Strategie vollständig auf. Denn um die Aktien letztlich an den Leihegeber zurückzugeben, muss der Händler diese nicht mehr kaufen, sondern er wird die Aktien des Bieters liefern, die er im Tausch für seine eingereichten Stücke erhält.⁹⁰ Für die Ermittlung der Größe der Short Position, ist die in der Angebotsunterlage festgelegte Stückzahl der Gegenleistung relevant.⁹¹ Beispielsweise in den USA vorkommende variable Umtauschverhältnisse sind in Deutschland nicht vorgesehen. Verspricht die Angebotsunterlage z. B. für zwei Aktien des Akquisitionsziels eine Aktie des Akquirierenden, wird der Investor Stücke im Verhältnis zwei zu eins jeweils kaufen und leerverkaufen. Dadurch stellt er eine Absicherung (Hedge) her. Auf diese Weise wird der Spread, ähnlich wie bei der Cash Merger Arbitrage „eingeschlossen“. Und ebenso wie bei jener, kann der Arbitrageur seine Positionen bereits glattstellen, wenn der Spread enger oder negativ wird. Eine risikoadjustierte Rendite lässt sich bei der Stock Merger Arbitrage nicht in einer simplen Formel, wie der vorherigen zur Cash Merger Arbitrage, darstellen, da noch eine weitere zu schätzende Variable, der Verlust aus der Short Position, hinzukommt.

⁸⁶ Vgl. Mühlhäuser, F., Stoll, H., Wertpapierdarlehensbesteuerung, 2002, S. 1597.

⁸⁷ Vgl. Hindelang, M., Schindler, C., Wertpapierdarlehen, 2016, S. 34, 191.

⁸⁸ Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 171 f.

⁸⁹ Vgl. D'Avolio, G., Borrowing, 2002, S. 272.

⁹⁰ Vgl. Stowell, D. P., Arbitrage5, 2012, S. 257.

⁹¹ Vgl. McDermott, I., Mulcahy, M., Arbitrage6, 2017, S. 36 f.

Rechnerischen Einfluss auf den Spread haben, neben Deal-Risiko und Zinsniveau, besonders bei einem Aktientausch noch etwaige Dividendenzahlungen. Wenn der Bieter eine höhere Dividende zahlt als das Zielunternehmen, ist der Spread theoretisch größer, da der Leihenehmer einen höheren Betrag weitergeben muss, als er aus seiner Long-Position in der Zielgattung erhält.⁹² Dabei ist besonders auf die Record-Dates der Aktien zu achten, an denen die Berechtigung zum Dividendenerhalt geprüft wird. Unvorteilhaft ist, wenn der Arbitrageur eine Dividende aus seiner Short Position weitergeben muss, aber keine oder nur eine geringere Dividende aus seiner Long-Position erhält.⁹³ Dies verringert seine Rendite. In welche Richtung sich die beiden Aktienkurse entwickeln, wirkt sich in der Regel nur kurzfristig auf den Spread aus, da Kursverluste auf der einen Seite, durch Kursgewinne auf der anderen Seite, in etwa das festgelegte Umtauschverhältnis erhaltend, kompensiert werden.⁹⁴

In der Literatur vernachlässigt, aber in der Realität durchaus praktiziert, wird der Arbitragehandel zwischen zum Umtausch eingereichten und nicht eingereichten Aktien einer Gesellschaft. Er funktioniert prinzipiell wie die gewöhnliche Stock Merger Arbitrage. Die Börsenkurse beider Gattungen bewegen sich normalerweise in dieselbe Richtung und in der gleichen Intensität auf dem gleichen Niveau, da sie dasselbe Unternehmen repräsentieren. Wie stark sich die jeweiligen Kurse bewegen, kann jedoch divergieren. Aufgrund der Masse an Kapitalmarktteilnehmern und deren uneinheitlichen Verhaltensweisen sowie dem Verlauf der Transaktion, kann es laufend zu (geringen) Kursdifferenzen kommen. Eine Differenz, bei der der Kurs der eingereichten Aktien über dem der „normalen“ Gattung liegt, ist ausnutzbar. Der Arbitrageur leiht eingereichte Stücke und verkauft sie. Dagegen kauft er simultan die gleiche Anzahl nicht eingereicherter Stücke und meldet diese zum Umtausch an. Mit den eingereichten Aktien, die er dann erhält, beliefert er den Verleiher. Auf diese Weise vereinnahmt er, mit ähnlichen Risiken wie beim Pairs Trading, den Spread zwischen beiden Aktien.

3.3 Kompensationsleistungen aus Unternehmensverträgen

Im Anschluss an eine erfolgreiche Übernahme kann es vorkommen, dass die Aktien der Zielgesellschaft die Eigenart entwickeln, nicht mehr unter ein bestimm-

⁹² Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 172.

⁹³ Vgl. McDermott, I., Mulcahy, M., Arbitrage6, 2017, S. 37.

⁹⁴ Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 33.

tes Kursniveau zu fallen. Voraussetzung dafür ist der Abschluss eines Gewinnabführungs- oder Beherrschungsvertrages, bzw. deren Kombination, zwischen dem übernehmenden (dann herrschenden) und dem übernommenen (dann beherrschten) Unternehmen.⁹⁵ Es handelt sich rechtlich um zwei Vertragsarten, die aber in engem Zusammenhang stehen und in der Praxis zumeist kombiniert abgeschlossen werden.⁹⁶ Damit solche Unternehmensverträge wirksam werden, müssen Minderheitsaktionären angemessene Ausgleichs- und Abfindungszahlungen gewährt werden. Auf diese zielt diese Investitionsmethode ab.

3.3.1 Rechtliche Grundlagen von Unternehmensverträgen

Beherrschungs- sowie Gewinnabführungsverträge sind die wichtigsten Arten von Unternehmensverträgen. Sie werden im dritten Buch des BörsG behandelt. Bei Erstgenannten handelt es sich, gem. § 291 Abs. 1 S. 1 BörsG, um Verträge, durch die sich eine Gesellschaft der Leitung einer anderen Gesellschaft unterstellt. Gewinnabführungsverträge haben den Zweck des vollständigen Gewinnübertrags von einem auf ein anderes Unternehmen.

Zu beachten ist, dass ein Beherrschungsvertrag, lt. § 291 Abs. 2 AktG, zwingend eine Abhängigkeit der Unternehmen voneinander voraussetzt. Dies bedeutet, dass durch ein Unternehmen beherrschender Einfluss, gem. § 17 Abs. 1 AktG, auf eine Aktiengesellschaft ausgeübt werden kann. Zweck eines Beherrschungsvertrages ist die Bildung eines vertraglichen Konzerns und somit eine wirtschaftliche Fusion der Unternehmen.⁹⁷ Die Beherrschung impliziert die uneingeschränkte Weisungsbefugnis über den Vorstand der Tochtergesellschaft zum Vorteil der Muttergesellschaft und dadurch u.U. zum Nachteil anderer verbliebener Aktionäre, die ihr Kontrollrecht vollständig einbüßen.⁹⁸ Entschädigend dafür müssen ihnen im Vertrag angemessene Kompensationsleistungen dargeboten werden.

Erst zusammen mit dem Gewinnabführungsvertrag erschließt sich der vollständige Nutzen des Beherrschungsvertrages. Denn ohne eine solche Kombination besteht, trotz eines Mehrheitsanteils, nur ein faktischer Konzern, in dem der

⁹⁵ Vgl. Göpfert, A., Garantiedividende, 2017, o. S.

⁹⁶ Vgl. Bayer, W., Hoffman, T., Konzernsteuerung, 2006, S. R488.

⁹⁷ Vgl. Altmeppen, H., Unternehmensverträge, 2015, § 291 AktG Rn. 5, 7.

⁹⁸ Vgl. Langenbucher, K., Aktienrecht, 2018, S. 127.

Mehrheitsaktionär keine direkte operative oder finanzielle Gewalt über das akquirierte Unternehmen besitzt.⁹⁹ Die Gewinnabführungsverpflichtung an das übergeordnete Unternehmen (Organträger), bezieht sich auf den Gewinn, der als Bilanzgewinn zu verstehen ist, welcher ohne das Bestehen eines Gewinnabführungsvertrags ausgewiesen würde.¹⁰⁰ Daneben muss, lt. § 302 Abs. 1 AktG, allerdings ebenso eine Verlustübernahme (des Jahresfehlbetrages) durch das herrschende Unternehmen erfolgen, ungeachtet welcher der beiden Unternehmensverträge vorliegt. In der Literatur etablierte sich daher zusätzlich der Begriff „Ergebnisabführungsvertrag“.¹⁰¹

Nach § 14 Körperschaftsteuergesetz (KStG) ist allein der Gewinnabführungsvertrag erforderlich, um die steuerlichen Vorteile einer Organschaft zu nutzen. Dazu muss er u. a., gem. § 14 Abs. 1 Nr. 3 KStG, mindestens über fünf aufeinanderfolgende volle Zeitjahre vereinbart werden. Der isolierte Abschluss ist aber selten im Sinne des Konzerns, da damit nicht die uneingeschränkte Leitungsbefugnis einhergeht.¹⁰² Bei den steuerlichen Vorteilen handelt es sich in erster Linie um die Vermeidung der Doppelbesteuerung des Gewinns der abhängigen Gesellschaft (Organgesellschaft) und die Möglichkeit zur Verrechnung von Gewinnen und Verlusten.

Die Umsetzung der Unternehmensverträge bedarf, lt. § 293 AktG, der Zustimmung von 75% des auf den Hauptversammlungen beider beteiligten Aktiengesellschaften vertretenen Grundkapitals. Nach § 293b Abs. 1 AktG muss der Vertrag zuvor durch einen sachverständigen Prüfer geprüft werden. Die Prüfung dient der Feststellung der Angemessenheit von Ausgleichszahlungen und Abfindung und somit auch der Entscheidung über die Einleitung eines Spruchverfahrens, auf welche im folgenden Kapitel eingegangen wird.¹⁰³ Hervorzuheben ist, dass die Handelsregistereintragung des Unternehmensvertrages, lt. § 294 AktG Abs. 2, konstitutiv ist.

Vertragsänderungen, die die Kompensationsleistungen betreffen sowie die Aufhebung des Vertrages ohne wichtigen Grund, bedürfen, gem. §§ 295-297 AktG, eines Sonderbeschlusses der außenstehenden Aktionäre. Nach Auffas-

⁹⁹ Vgl. Kirchner, J., Leyendecker, B., *Domination Trade*, 2017, S. 9.

¹⁰⁰ Vgl. Altmeppen, H., *Unternehmensverträge*, 2015, § 291 AktG Rn. 145.

¹⁰¹ Vgl. Schumacher, P., *Organschaft*, 2016, S. 62.

¹⁰² Vgl. Altmeppen, H., *Unternehmensverträge*, 2015, § 291 Rn. 54.

¹⁰³ Vgl. Schubert, T., *Prüfungsbericht*, 2014, § 293e AktG, Rn. 1.

sung des Gesetzgebers sind außenstehende Aktionäre solche, die weder in Verbindung zur herrschenden Gesellschaft stehen, noch auf ähnliche Weise wie jene von einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (BGAV) profitieren.¹⁰⁴

3.3.2 Rechtliche Grundlagen von Kompensationsleistungen

Der Schutz von Minderheitsaktionären ist in Deutschland, besonders nach dem Abschluss eines BGAV, international beinahe einzigartig.¹⁰⁵ Vor allem die Abfindungs- und Ausgleichsansprüche aus §§ 304-305 AktG sind bedeutend. Die außenstehenden Aktionäre erhalten an erster Stelle das Recht auf wiederkehrende Ausgleichszahlungen bzw. Garantiedividenden. Rechtlich unterscheiden die Begriffe die Zahlungen aus einem Gewinnabführungsvertrag und einem isolierten Beherrschungsvertrag, aber sie bezeichnen im Grunde das Gleiche und werden in der Praxis (und in dieser Arbeit) synonym verwendet.¹⁰⁶

Im Kern definiert das Gesetz die minimale Ausgleichszahlung als „jährliche Zahlung des Betrags [...], der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten [...], voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte“, § 304 Abs. 2 S. 1 AktG. Es handelt sich um den festen Ausgleich. In der Praxis basiert die Berechnung auf der Ertragswertmethode, die ohnehin normalerweise zur Ermittlung der Abfindung anzuwenden ist.¹⁰⁷ Auf den errechneten Unternehmenswert wird, zur Bestimmung der Ausgleichsbeträge, die Rentenformel angewendet. Strittig ist, welcher Zinssatz genau für die Abzinsung zur Anwendung kommen soll, bzw. dessen Zusammensetzung.¹⁰⁸ Es handelt sich häufig um den Kapitalisierungszinssatz, der bei der Ertragswertmethode Verwendung fand, adjustiert um einen das Risiko der Anleger berücksichtigenden Faktor.¹⁰⁹ Häufig findet eine Orientierung am Credit Spread des Unternehmens oder der Rendite einer

¹⁰⁴ Vgl. Emmerich, V., *Ausgleich1*, 2016, § 304 AktG Rn. 17.

¹⁰⁵ Vgl. Decher, C. E., *Barabfindung1*, 2007, S. 2.

¹⁰⁶ Vgl. Frank, R. et al., *Verrentungszinssatz*, 2016, S. 446.

¹⁰⁷ Vgl. Emmerich, V., *Ausgleich1*, 2016, § 304 AktG Rn. 39.

¹⁰⁸ Vgl. Decher, C. E., *Barabfindung1*, 2007, S. 2.

¹⁰⁹ Vgl. Emmerich, V., *Ausgleich1*, 2016, § 304 AktG Rn. 39, § 305 AktG, Rn. 66a.

vergleichbaren Unternehmensanleihe statt, falls das Risikoprofil eher einer Anleihe entspricht.¹¹⁰ Entspricht es jedoch eher dem eines Aktienportfolios, ist die Wahl einer Marktrisikoprämie angebrachter.

Möglich ist alternativ, nach § 304 Abs. 2 S. 2-3 AktG, die Zahlung eines variablen Ausgleichs, der von der Dividende der herrschenden Gesellschaft, unter Berücksichtigung eines entsprechenden Umrechnungsverhältnisses der Aktien, abhängt. Stichtag für die jeweils zugrunde zu legenden Berechnungsdaten ist der Tag des Beschlusses der Hauptversammlung über den BGAV. In der Praxis ist fast ausschließlich der feste Ausgleich relevant.

Im darauffolgenden Paragraphen § 305 AktG ist festgehalten, dass der BGAV zusätzlich eine Abfindungsverpflichtung enthalten muss. Sie berechtigt den Minderheitsaktionär dazu, gegen den Erhalt von Barmitteln oder Aktien des herrschenden Unternehmens, aus dem bisherigen Aktionärsstatus auszuscheiden. Eine Barofferte ist zusätzlich anzubieten, wenn die Hauptgesellschaft selbst abhängig oder in Mehrheitsbesitz ist. Die Abfindungsverpflichtung kann, gem. § 305 Abs. 4, auf frühestens zwei Monate nach Bekanntgabe der Eintragung des BGAV in das Handelsregister bzw. der Bekanntmachung der Entscheidung über den letzten Spruchverfahrensantrag, begrenzt werden. Letzteres gilt auch für den Fall eines Vergleichs.¹¹¹ Aufgrund dieser Gesetzeslage lässt sich die Dauer des Abfindungsanspruchs deutlich verlängern.

Als die Wertuntergrenze der Abfindung sieht das Bundesverfassungsgericht den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate vor Bekanntmachung der Strukturmaßnahme an.¹¹² Es sei denn, das herrschende Unternehmen kann eine Unterschreitung explizit rechtfertigen. Anzumerken ist, dass der Stichtag hierbei nicht der Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung ist. Eine Anfechtung des Beschlusses aus dem Grund der Unangemessenheit der Kompensationsleistungen ist nicht möglich. Für ein solches Vorhaben wird, in §§ 304 Abs. 3, 305 Abs. 5, auf das Spruchverfahren verwiesen.

3.3.3 Rechtliche Grundlagen von Spruchverfahren

Mit Hilfe von Spruchverfahren können Anteilseigner die Angemessenheit von Kompensationsleistungen, auf Basis des Aktien- oder Umwandlungsgesetzes,

¹¹⁰ Vgl. Frank, R. et al., Verrentungszinssatz, 2016, S. 449.

¹¹¹ Vgl. Emmerich, V., Ausgleich1, 2016, § 305 AktG Rn. 26a.

¹¹² Vgl. Hüffer, U., Koch, J., Aktiengesetz, 2016, § 305 AktG Rn. 29.

gerichtlich überprüfen lassen.¹¹³ Das Spruchverfahren ersetzt in solchen Fällen den vorherigen Rechtsweg der Anfechtungsklage. Letztere blockiert rechtlich, durch die einhergehende Registersperre, die Eintragung der Strukturmaßnahmen ins Handelsregister und dadurch die Interessen der Gesellschaft.¹¹⁴ Mit dem Spruchverfahrensgesetz (SpruchG) umgeht der Gesetzgeber dies, wahrt aber weiterhin die Interessen der Minderheitsaktionäre.

Nach § 4 Abs. 1 SpruchG muss ein Antrag auf ein Verfahren in drei Monaten, ab der Bekanntmachung der Registereintragung der entsprechenden Strukturmaßnahme, gestellt und begründet werden. Liegen dem Antragsteller noch nicht die notwendigen Unterlagen zur Begründung vor, kann die Frist, gem. § 4 Abs. 2 Nr. 4 S.2 SpruchG, verlängert werden. Der Antragsgegner hat innerhalb der folgenden drei Monate eine schriftliche Stellungnahme zu verfassen, in der er alle relevanten Punkte abhandelt, § 7 Abs. 2 SpruchG. Einwände dagegen können wiederum in einer vom Landgericht festgelegten Frist, zwischen einem und drei Monaten, schriftlich vorgelegt werden. Daraufhin soll, lt. § 8 SpruchG, möglichst zeitnah eine mündliche Verhandlung folgen, auf deren Grundlage das Gericht entscheidet. Gegen die Entscheidung, die auch auf die bereits gegen die ursprüngliche Abfindung ausgeschiedenen Aktionäre wirkt, kann vor Oberlandesgerichten Beschwerde eingelegt werden. Nach § 15 SpruchG können die Kosten, der Billigkeit entsprechend, entweder dem Antragsteller oder dem Antragsgegner auferlegt aber auch auf beide verteilt werden.

Sobald die Möglichkeit gegeben ist, eine Kompensationsleistung im Spruchverfahren prüfen zu lassen, wird sie überwiegend auch genutzt.¹¹⁵ Die durchschnittliche Verfahrensdauer nach Einführung des SpruchG (am 1. September 2003) bis Juni 2015 betrug genau 4 Jahre.¹¹⁶ Die minimale Dauer lag bei unter einem Jahr und die maximale Dauer – über alle Instanzen – bei über neun Jahren. Die durchschnittliche Verfahrensdauer unterscheidet sich von Landgericht zu Landgericht allerdings erheblich.¹¹⁷

¹¹³ Vgl. Dreier, P., SpruchG, 2016, Rn. 5-7.

¹¹⁴ Vgl. Bundesministerium der Justiz, Spruchverfahrensneuordnungsgesetz, 2003, S. 1.

¹¹⁵ Vgl. Dreier, P., SpruchG, 2016, § 1 SpruchG Rn. 49-50.

¹¹⁶ Vgl. Puzkajler, K. P., Sekera-Terplan, T., Spruchverfahrensreform, 2015, S. 1055 f.

¹¹⁷ Vgl. Gärtner, O., Handke, B., Squeeze-Out1, 2015, S. 2.

3.3.4 Von Kompensationsleistungen profitieren

Wie schon zu Beginn des Kapitels erwähnt, führt der Abschluss eines BGAV oft dazu, dass die Aktien der beherrschten Gesellschaft nicht mehr unter einen bestimmten Kurs fallen. Dies hängt hauptsächlich von der Einleitung eines Spruchverfahrens gegen die Höhe der Ausgleichsleistungen oder aber einer im Unternehmensvertrag garantierten Abfindung nach Auflösung des Vertrages ab.¹¹⁸ Beides sichert die Option gegen den Erhalt einer Abfindung den Aktionärsstatus aufzugeben für viele und im Falle eines BGAV mindestens fünf Jahre.

Bei der theoretischen Kursuntergrenze handelt es sich zunächst mindestens um den ursprünglichen Angebotspreis. Warum sich diese Untergrenze bildet, ist im Wesentlichen mit dem Anspruch auf eine angemessene Abfindung zu erklären. Fiele ein Aktienkurs unter den Abfindungsbetrag entstünde eine Arbitragegelegenheit, die sofort ausgenutzt würde. Der Arbitrageur würde die Aktie kaufen und unmittelbar gegen den Bezug des Abfindungspreises einreichen.

Der Durchschnittskurs vor der Bekanntmachung, dass ein BGAV angestrebt wird, stellt die Mindesthöhe der Abfindung dar. Folglich ist von großer Relevanz, wann genau diese Bekanntgabe erfolgt. Zuvor kann bereits, auf die Ankündigung spekulierend, „Abfindungsarbitrage“ betrieben und der Durchschnittskurs in die Höhe getrieben werden.¹¹⁹ Üblicherweise verhält es sich so, dass der Vertrag direkt im Anschluss an eine Transaktion angestrebt wird und das hohe Kursniveau im Verlauf der Übernahme somit vollständig in die Berechnung einfließt. Wird der BGAV erst später angekündigt, kann dies für bereits länger investierte Anleger aber noch vorteilhafter sein. Es ist nicht unwahrscheinlich, dass sich noch mehr Personen, in der Hoffnung auf eine solche Strukturmaßnahme, in die Gattung einkaufen und dadurch den Mindestwert der Abfindung – also die Höhe des Floors – steigern.¹²⁰

Abgesehen von der Sicherheit des Abfindungspreises, trägt außerdem die Verpflichtung zur Verlustübernahme zur Stabilität der Kursuntergrenze bei. Da der Organträger nicht nur alle Gewinne der Organgesellschaft zugeführt bekommt, sondern auch gezwungen ist, deren Jahresfehlbeträge auszugleichen, kann der theoretische Wert letzterer sich solange kaum verändern, wie das Organverhältnis besteht und der Organträger nicht in eine finanzielle Schieflage gerät. Diese

¹¹⁸ Vgl. Klemm, T., Renditegarantie, 2016, o. S.

¹¹⁹ Vgl. Gehling, C., Börsenkurs, 2017, Rn. 13.83.

¹²⁰ Vgl. Krause, H., Finanzinvestoren, 2007, S. 2.

Argumentation führt augenscheinlich ebenso zu der Annahme, dass keine Kurssteigerungen mehr zu erwarten sind. Dem ist jedoch nicht so, was grundsätzlich auf die Hoffnung auf eine nachträgliche Erhöhung (Nachbesserung) der Kompensationsleistungen in Spruchverfahren zurückzuführen ist. Gestützt wird der Aktienkurs nicht selten zusätzlich von herrschenden Unternehmen, die bei Kursrückgängen als Käufer auftreten, um ihre Beteiligung zu erhöhen und den Squeeze-Out Schwellen näher zu kommen.¹²¹

Die Strategie hängt zunächst vom Erfolg der Übernahme ab. Darüber hinaus ergibt sich bei dieser Investmentopportunität ein spieltheoretisches Szenario.¹²² Gerade aktivistische Hedgefonds, die verhältnismäßig viel Kapital investieren und dadurch einen Einfluss auf den Ausgang eines Übernahmeangebots haben, stehen vor einem Konflikt. Einerseits müssen sie, häufig aufgrund einer Mindestannahmeschwelle, genügend Aktien für den Vollzug des Deals einreichen, andererseits möchten sie aber möglichst viele behalten, um die Rendite aus den erwarteten Ansprüchen zu maximieren. Dieses „Dilemma“ ist der Grund, weshalb professionelle Investoren ihre Aktien mehrheitlich erst am letzten möglichen Tag einreichen.¹²³ Sie warten die letzte Wasserstandsmeldung zur Annahmquote ab, um das Angebot nur mit einem möglichst kleinen Teil ihrer Position anzunehmen.

Welchen Anspruch ein Anleger nun geltend macht oder ob er ein Spruchverfahren einleitet, hängt von der spezifischen Transaktion sowie seinen persönlichen Umständen und Intentionen ab. Die Wahl der Abfindung verspricht eine sofortige Rendite und zugleich die Freisetzung des bisher gebundenen Kapitals. Um den Anreiz zur Annahme zu steigern, liegt der Wert der Abfindung fast immer über dem Angebotspreis. Gegenteilig bietet die Garantiedividende, bei einem langfristigen Anlagehorizont, eine kontinuierliche Rendite. Sie liegt oft, aufgrund der Berechnung auf Basis des Ertragswertes, über der ggf. bisher gezahlten Dividende.¹²⁴ Wegen der Kursuntergrenze kann somit annähernd marktrisiko eine ansprechende jährliche Rendite erzielt werden, solange der BGAV besteht. Außerdem kann die Beteiligung zu einem späteren Zeitpunkt immer noch, gegen den Erhalt der Abfindung, aufgegeben werden.

¹²¹ Vgl. Göpfert, A., Garantiedividende, 2017, o. S.

¹²² Vgl. Kirchner, J., Leyendecker, B., Domination Trade, 2017, S. 9.

¹²³ Vgl. Krause, H., Finanzinvestoren, 2007, S. 2.

¹²⁴ Vgl. Kames, C., Hedgefonds-Wetten, 2013, S. 4.

Ein Spruchverfahren, aus dem Grund der Unangemessenheit der Kompensationsleistungen, kann zu einer erheblichen Erhöhung selbiger führen. Wegen der mehrjährigen Dauer, verlangt es aber einen langen Atem.¹²⁵ Ein Investor wird diese Möglichkeit ergreifen, wenn er einer Nachbesserung eine hohe Wahrscheinlichkeit beimisst. Dazu hat er guten Grund, denn beispielsweise in einer umfangreichen Studie von 2013 wurden, in 20 Jahren Spruchverfahren, eine Nachbesserungsquote von 83,87% und eine durchschnittliche Erhöhungsquote von 41,62% festgestellt.¹²⁶

Zudem verlängert der Anleger auf diese Weise die Abfindungsoption und damit das Bestehen der „natürlichen“ Kursuntergrenze, was von besonderer Bedeutung für die gesamte Strategie ist.¹²⁷ Denn das Ziel der Antragsteller eines Spruchverfahrens ist nicht nur eine Nachbesserung, sondern auch die zwischenzeitliche Verzinsung selbiger. Im Falle der Abfindung ist, durch § 305 Abs. 3 S. 3 AktG, eine jährliche Verzinsung von fünf Prozentpunkten über dem aktuell gültigen Basiszinssatz, von der Bekanntmachung des Registereintrags bis zur endgültigen Zahlung des Betrages, gesetzlich verpflichtend. Zur Zeit der Entstehung dieser Studie wurde der Basiszinssatz von der Deutschen Bundesbank für das erste Halbjahr 2018 bei -0,88% belassen.¹²⁸

Für Garantiedividenden ist im entsprechenden Gesetzestext keine analoge Formulierung zu finden. Dennoch geht die Rechtsprechung weitestgehend von der Analogie zum zuletzt genannten Paragraphen aus, weshalb ebenfalls eine entsprechende Verzinsung erfolgt.¹²⁹ Diese betrifft in beiden Fällen nur die Differenz zwischen erhaltener und nachträglich festgelegter Zahlung. Solange die ursprünglich angebotene Gegenleistung nicht gezahlt wird, wird sie genauso verzinst. Empfängt ein Anleger vor der Wahl der Abfindung Ausgleichszahlungen, so werden jene nur mit den Zinsen aus der Abfindung verrechnet.¹³⁰ Und stets nur zu seinen Gunsten. Zu beachten ist, dass sich der Verzinsungsprozess theoretisch auf die Kursuntergrenze auswirkt, da die Abfindung jährlich mit dem jeweiligen Zinssatz, verrechnet mit der Garantiedividende, aufzuzinsen ist.

¹²⁵ Vgl. Kirchner, J., Leyendecker, B., *Domination Trade*, 2017, S. 9.

¹²⁶ Vgl. Henselmann, K. et al., *Spruchverfahrenstatistik*, 2013, S. 1153, 1158 f. zitiert nach Dreier, P., *SpruchG*, 2016, § 1 SpruchG Rn. 62.

¹²⁷ Vgl. Göpfert, A., *Garantiedividende*, 2017, o. S.

¹²⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank, *Basiszinssatz*, 2018, o. S.

¹²⁹ Vgl. Koppensteiner, H.-G., *AktG*, 2004, § 304 AktG Rn. 11.

¹³⁰ Vgl. BGH, 16.09.2002, II ZR 284/01, S. 1.

Besonders in Niedrigzinsphasen, wie der momentan Anhaltenden, bedeutet der aktuelle Zinssatz von 4,12% (5% - 0,88%) eine hohe Verzinsung im Hinblick auf das sehr begrenzte Risiko.¹³¹

Die Minderheitsaktionäre bleiben vorerst solange sie möchten – und das bedeutet in der Regel solange sie finanziell profitieren – Anteilseigner. Das Risiko-Rendite-Profil ist jedenfalls attraktiv, da das Risiko zwischen dem für festverzinsliche Wertpapiere und jenem für normale Aktieninvestments zu werten ist.¹³² Die zu erwartende Rendite liegt dabei aber auf oder über dem Niveau sonstiger Aktieninvestments. Um die verbliebenen Anteilseigner letztlich aus der Gesellschaft zu entfernen, muss ein Squeeze-Out eingeleitet werden.

3.4 Squeeze-Outs

Der Squeeze-Out (englisch für „Ausquetschen“) dient dazu, Minderheitsaktionäre aus einer Gesellschaft auszuschließen.¹³³ In Deutschland hat sich der Begriff Squeeze-Out durchgesetzt, dem in den USA inhaltlich eigentlich der „Freeze-Out“ entspricht.¹³⁴ Hauptgründe für die Einführung in das deutsche Recht waren zum einen die Anpassung an internationales Recht und zum anderen die Problematik, dass wichtige unternehmerische Entscheidungen von einer minimalen Anzahl an Aktionären verzögert oder sogar verhindert werden können. Zudem verursacht eine fortbestehende Börsennotiz sowohl nicht zu verachtende Kosten, als auch diverse Verpflichtungen für eine Muttergesellschaft.¹³⁵

3.4.1 Rechtliche Grundlagen von Squeeze-Outs

Gesetzlich werden drei Varianten differenziert: der übernahme-, aktien- sowie umwandlungsrechtliche Squeeze-Out. Der aktienrechtliche Squeeze-Out wird in den §§ 327a-f des Aktiengesetzes behandelt. Notwendige Voraussetzungen für die Durchführung sind, gem. § 327a Abs. 1 S. 1 AktG, der Besitz von 95% des Grundkapitals und ein Hauptversammlungsbeschluss der Tochtergesellschaft. Die Regelungen zur Abfindung entsprechen grundlegend denen der BGAV Barabfindungsregelungen. Die Barabfindung ist den betroffenen Aktionären,

¹³¹ Vgl. Göpfert, A., Garantiedividende, 2017, o. S.

¹³² Vgl. Popp, M., Ausgleich2, 2008, S. 33 zitiert nach Frank, R. et al., Verrentungszinssatz, 2016, S. 447.

¹³³ Vgl. Santelmann, M., Hoppe, M., Squeeze-Out2, 2010, Rn. 12.

¹³⁴ Vgl. Kossmann, A., Freeze-Out, 1999, S. 1198 f.

¹³⁵ Vgl. Rullkötter, S., Squeeze-Out3, 2015, S. 76.

gem. § 327b Abs. 3 AktG, direkt nach der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister auszuzahlen.

Die zweite Art des Ausschlusses von Minderheitsaktionären ist im § 62 UmwG geregelt. Sie folgte chronologisch erst 2011 auf die anderen Arten. Im Gegensatz zu der aktienrechtlichen Variante ist für diese, gem. § 62 Abs. 1 S. 1 UmwG, nur eine Beteiligung in Höhe von 90% des Grundkapitals von Nöten. Die Hauptversammlung der übertragenden Gesellschaft muss dann, lt. § 62 Abs. 5 UmwG, innerhalb einer Dreimonatsfrist nach dem Abschluss des Verschmelzungsvertrages, eine Übertragung von Aktien gegen Barabfindung nach §§ 327a ff. AktG beschließen. Aus dem Vertrag muss die Ausschlussabsicht hervorgehen. Demnach handelt es sich um einen „bei Gelegenheit einer Konzernverschmelzung erfolgenden aktienrechtlichen Squeeze Out“¹³⁶. Davon abgesehen sieht das UmwG in § 29, in gewissen Fällen, selbst den Ausschluss von Aktionären – gegen eine angemessene Barabfindung – vor.¹³⁷

Zu einem übernahmerechtlichen Squeeze-Out, nach §§ 39a-c WpÜG, welcher bisweilen auch als kapitalmarktrechtlicher Squeeze-Out bezeichnet wird,¹³⁸ ist ein Bieter berechtigt, der mindestens 95% des stimmberechtigten Grundkapitals hält und spätestens drei Monate nach Ende der öffentlichen Angebotsannahmefrist den entsprechenden Antrag stellt. Der Antrag kann, gem. §39a Abs. 4 S. 2 WpÜG, bereits gestellt werden, sobald die Annahmquote im Verlauf eines Angebots die ausschlussrelevante Schwelle erreicht. Wenn der Hauptaktionär über Aktien in Höhe von 95% des gesamten Grundkapitals verfügt, also auch über eine entsprechende Menge an Aktien ohne Stimmrecht, ist es ihm außerdem gestattet einen Übertrag eben dieser Gattung(en) zu erzwingen („gattungsbezogener Squeeze-Out“).¹³⁹

Die Art der Abfindung soll, gem. §39a Abs. 3 WpÜG, der Gegenleistung des vorrangegangenen Angebots entsprechen und gilt als angemessen, falls durch dieses mindestens 90% des adressierten Grundkapitals erworben wurden. Die Quote ist für jede Aktiengattung getrennt zu berechnen. Somit schließt das WpÜG, im Gegensatz zum AktG, auch Aktien als Abfindungsoption beim Squeeze-Out ein. In jedem Fall ist trotzdem (zusätzlich) eine Geldleistung zur

¹³⁶ Habersack, M., Barabfindung2, 2016, § 327a AktG Rn. 8b.

¹³⁷ Vgl. Sagasser, B., Luke, A., Umwandlungsrecht, 2017, § 3 UmwG Rn. 13, S. 53.

¹³⁸ Vgl. Santelmann, M., Hoppe, M., Squeeze-Out2, 2010, Rn. 290, S. 127.

¹³⁹ Vgl. Santelmann, M., Ausschluss, 2013, § 39a WpÜG Rn. 9, S. 869.

Wahl zu stellen. Beim übernahmerechtlichen Squeeze-Out ist besonders hervorzuheben, dass die Einleitung eines Spruchverfahrens nicht zulässig ist, da eine vorherige 90-prozentige Annahmequote die Angemessenheit der Abfindung vermuten lässt.¹⁴⁰ Im Fall des vollziehbaren Ausschlusses durch Gerichtsbeschluss, wird ein Andienungsrecht nach § 39c WpÜG gewährt, welches dazu berechtigt, das Angebot noch bis zu drei Monate nach Ablauf der Annahmefrist anzunehmen (sogenanntes Sell-Out Recht).¹⁴¹ Der übernahmerechtliche Squeeze-Out verdrängt sowohl den aktien- als auch den verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Out, sollten sie zeitgleich möglich sein.¹⁴²

Liegt zwischen der Ankündigung eines Squeeze-Outs und dessen Entscheid auf der Hauptversammlung zumindest ein Zeitraum von siebeneinhalb Monaten, ist der Unternehmenswert, unter Berücksichtigung des tatsächlichen seitherigen Kursverlaufs, hochzurechnen.¹⁴³ Im konkreten Fall dieser „Stollwerck-Entscheidung“ des BGH ging es zwar um einen Squeeze-Out gem. §§ 327a ff. AktG, der BGH spricht aber im Beschluss von der Bekanntmachung „einer Strukturmaßnahme“, weshalb er auch bei Abfindungen auf Basis eines BGAV zu berücksichtigen ist. Da zwischen der Ankündigung der Maßnahme und der relevanten Hauptversammlung häufig vier bis sechs oder auch sieben Monate vergehen, wird – trotz fehlender Spezifizierung durch den BGH – erst ab sieben Monaten von einem „längeren Zeitraum“ ausgegangen.¹⁴⁴

3.4.2 Von Squeeze-Outs profitieren

Von Beginn seiner Einführung in das deutsche Recht im Januar 2002 an, löst der Squeeze-Out Ärger bei übernehmenden Unternehmen aus.¹⁴⁵ Zum einen liegt dies an den 90/95-prozentigen Beteiligungsschwellen für die Einleitung des Ausschlusses, die regelmäßig eine große Hürde darstellen. Zum anderen geht der Squeeze-Out, für die Hauptgesellschaft, oft mit Abfindungsleistungen über den bis dahin angebotenen Zahlungen einher. Des Weiteren kann die Dauer des Prozesses, aufgrund von Spruchverfahren, viele Jahre betragen. Zudem ist die

¹⁴⁰ Vgl. OLG Stuttgart, 05.05.2009, 20 W 13/08, S. 1.

¹⁴¹ Vgl. Santelmann, M., Sell out, 2010, S. 265.

¹⁴² Vgl. Santelmann, M., Ausschluss, 2013, § 39a WpÜG Rn. 6-7, S. 867.

¹⁴³ Vgl. BGH, 19.07.2010, II ZB 18/09, S. 1.

¹⁴⁴ Vgl. Bungert, H., Wettich, C., Referenzzeitraum, 2010, S. 2229.

¹⁴⁵ Vgl. Prodingler, I., Squeeze-Out4, 2007, S.11.

Summe weiterer Verpflichtungen, in Form von Nachbesserungen und Verfahrenskosten aus diesen Verfahren, kaum vorhersehbar.

Für aktivistische Investoren hingegen ist der Squeeze-Out eine willkommene Gelegenheit, ein bereits einträgliches Investment zu „vergolden“. Davon ausgehend, dass sie bisher von einer jährlichen Garantiedividende profitierten, bietet sich schließlich die Möglichkeit, gegen ein besonders attraktives Entgelt, den Gesellschafterstatus aufzugeben und gebundenes Kapital freizusetzen. Häufig versucht die Muttergesellschaft auch, nicht annahmewillige Aktionäre durch Vergleiche zügig zur Annahme zu bewegen und damit langwierige Spruchverfahren zu vermeiden.¹⁴⁶ Jene wetten aber trotzdem oft genug auf eine noch höhere Abfindung und lassen es auf ein Spruchverfahren ankommen, was sich bisher in der Mehrheit aller Fälle, wie auch bei der Anwendung gegen BGAV Ansprüche, auszahlte.¹⁴⁷ Die schon in Kapitel 3.3.4 erwähnte Studie von 2013, stellte, neben einer Nachbesserungsquote von 84,42%, eine durchschnittliche Erhöhungsquote von 33,66% fest.¹⁴⁸ Wobei die Höhe der Nachbesserungen in den letzten Jahren rückläufig ist.

Besonders praktisch ist ein Verfahren für (Ex-)Aktionäre, die gar nicht direkt darin involviert sind. Denn aufwands- und kostenlos profitieren auch sie von einer nachträglichen Erhöhung. Nur müssen sie sich die Information über die Entscheidung letztlich selbst besorgen und ihren Anspruch eigenständig geltend machen.¹⁴⁹

Die Wetten wurden mit Einführung des Delisting-Erwerbsangebots für Anleger allerdings unattraktiver. Die Neuerungen im § 39 BörsG bieten den Gesellschaften, die einen Squeeze-Out beabsichtigen, die Möglichkeit, den Mindestpreis der Abfindung obsolet zu machen. In Abstimmung mit der Geschäftsführung des Zielunternehmens, wird selbiges delistet. Dann bleiben in der Regel nur noch die aktivistischen und professionellen Investoren Minderheitsaktionäre. Die restlichen Teilhaber verkaufen ihre Aktien entweder aufgrund gesetzlicher Vor-

¹⁴⁶ Vgl. Prodinge, I., Squeeze-Out4, 2007, S. 11.

¹⁴⁷ Vgl. Weimann, M., Spruchverfahren, 2015, S. 11.

¹⁴⁸ Vgl. Henselmann, K. et al., Spruchverfahrenstatistik, 2013, S. 1153, 1158 f. zitiert nach Dreier, P., SpruchG, 2016, § 1 SpruchG Rn. 62.

¹⁴⁹ Vgl. Eickeler, R., Squeeze-Out5, 2003, S. 28.

gaben (beispielsweise Fonds, die nur an organisierten Märkten gehandelte Aktien halten dürfen)¹⁵⁰, weil sie mit der Abfindung zufrieden sind oder sich davor scheuen, nicht börsennotierte Aktien zu halten.

Da eine ausschließliche Notierung im Freiverkehr rechtlich nicht als Börsennotierung gilt, bedeutet sie für den Investor den Verlust diverser Anlegerschutzvorschriften des Kapitalmarktrechts und für den Emittenten die Befreiung von weitreichenden Normen und Vorschriften.¹⁵¹ Darüber hinaus verliert die delistete Gattung einen Großteil ihrer Handelsliquidität. Gehandelt wird sie, wenn überhaupt, nur noch an kleinen Freiverkehrsbörsen, wie beispielsweise Hamburg oder Berlin. Oftmals verursacht bereits die Ankündigung eines Delistings einen Kursrutsch der Aktie.¹⁵² Der Mehrheitsaktionär kann in der Folge weitere Stücke zu einem günstigeren Kurs erwerben.

Besteht letztlich keine Börsennotiz mehr, kann für einen anschließenden Squeeze-Out kein durchschnittlicher Börsenkurs als Mindestpreis mehr herangezogen werden. Der durch einen von der Gesellschaft beauftragten Prüfer bestimmte Unternehmenswert, liegt im Regelfall unter der – im Laufe der Übernahme deutlich gestiegenen – Marktkapitalisierung, welche den Unternehmenswert aus Kapitalmarktsicht widerspiegelt. Eine Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses durch ein Sachverständigengutachten bleibt immer häufiger aus und ein Spruchverfahren zur Überprüfung ist erst gar nicht einleitbar.¹⁵³

Vor der Initiierung eines Squeeze-Outs bedienen sich übernehmende Gesellschaften daher nun vermehrt der Möglichkeit des Delistings. Zum einen also um aktivistischen Aktionären die Sicherheit des Mindestpreises zu nehmen und zum anderen um die Abfindungshöhe zu reduzieren. Zusätzlich besteht bereits beim originären Übernahmeangebot die Chance, durch einen Hinweis auf ein beabsichtigtes Delisting, mehr Aktionäre zur Annahme des Angebotes zu „drängen“.¹⁵⁴

¹⁵⁰ Vgl. Arnim, M. von, Fonds, 2008, S. 1.

¹⁵¹ Vgl. Dreier, P., SpruchG, 2016, § 1 SpruchG Rn. 2.

¹⁵² Vgl. Finanzausschuss, Beschlussempfehlung, 2015, S. 84.

¹⁵³ Vgl. Puzkajler, K. P., Sekera-Terplan, T., Spruchverfahrensreform, 2015, S. 1058.

¹⁵⁴ Vgl. Dreier, P., SpruchG, 2016, § 1 SpruchG Rn. 28.

3.5 Risikobetrachtung

Obwohl die beschriebenen Investmentstrategien weitestgehend marktneutral sind, sind sie trotzdem nicht risikoneutral. Dem Grundgedanken der Kapitalmärkte folgend, muss es sich auch so verhalten, da Risiko und Rendite ständig in Relation stehen.¹⁵⁵ Auf die Restrisiken und Präventionsmöglichkeiten wird in den folgenden Unterpunkten eingegangen.

3.5.1 Risiken bei Merger Arbitrage

Das größte Risiko, welches vor dem Vollzug einer Übernahme besteht, ist das Deal-Risiko.¹⁵⁶ Es beschreibt die Wahrscheinlichkeit, dass eine Transaktion nicht erfolgreich abgeschlossen wird. Global gesehen scheitern lediglich etwa 10% aller Deals.¹⁵⁷ In Deutschland missglücken jedoch mehr Übernahmen, was nicht zuletzt auf die bereits beschriebenen Besonderheiten des Wertpapierübernahmegesetzes zurückzuführen ist.¹⁵⁸ Sie begünstigen eben Merger Arbitrage Spezialisten, die mit ihrem Vorgehen selbst die Unsicherheit im Transaktionsverlauf erhöhen. Zusätzlich wird jene von Exchange Traded Funds (ETFs) erhöht, die Indizes abbilden und für deren Aktien daher nicht frühzeitig für eine Angebotsannahme entschieden werden kann. Ohne das Deal-Risiko gäbe es allerdings keine Arbitragemöglichkeit.

Im finexpert „German takeover report“, der den Übernahmeerfolg als das Erreichen einer Beteiligung von mindestens 50% oder aber der etwaigen Mindestannahmeschwelle definiert, wird für die fünf Jahre von 2012 bis 2016 eine Erfolgsrate von 70,4% ausgewiesen.¹⁵⁹ Diese beinhaltet auch Angebote, die erst im zweiten Anlauf erfolgreich waren. Von 18 Angeboten im Jahr 2017 waren, nach eigener Recherche, 83,33% erfolgreich. Hinzugerechnet wurden auch jene drei, bei denen noch regulatorische (z. B. kartellrechtliche) Genehmigungen ausstanden, deren Erhalt aber allgemein als wahrscheinlich angesehen wird. Sollte keine der Freigaben erfolgen, würde sich die Erfolgsquote für 2017 auf 66,67%

¹⁵⁵ Vgl. Hull, J. C., *Derivate*, 2015, S. 169.

¹⁵⁶ Vgl. Mitchell, M., Pulvino, T. C., *Arbitrage*1, 2001, S. 2139.

¹⁵⁷ Vgl. Pedersen, L. H., *Arbitrage*3, 2015, S. 304.

¹⁵⁸ Vgl. Krause, H., *Angebotsverlauf*, 2017, S. 9.

¹⁵⁹ Vgl. Hoy, S. et al., *Übernahmestatistik*, 2017, S. 21.

verringern. Im Gegensatz zum o.g. Bericht wurden, unabhängig von der erreichten Beteiligungsquote, alle Angebote deren Vollzugsbedingungen erfüllt wurden als erfolgreich gewertet.

Besonders problematisch für das Risikomanagement sind die binäre Natur des Deal-Risikos und das asymmetrische Risiko-Rendite-Profil.¹⁶⁰ Darüber hinaus können historische Kursverläufe in diesem Fall nicht zur adäquaten Risikoberechnung herangezogen werden, da sie die Sondersituation nicht widerspiegeln. Um das Deal-Risiko angemessen einschätzen zu können, ist zunächst zu ergründen wie es sich zusammensetzt.

Besonders relevante Faktoren, die die Wahrscheinlichkeit, dass eine Transaktion vollzogen wird, beeinflussen, sind folgende: die Natur des Angebots (feindlich oder freundlich), die Marktkapitalisierung der Parteien, die Höhe der Prämie, die Zahlungsart, eine Indexzugehörigkeit des Bieters und dessen Beteiligungsquote vor dem Angebot.¹⁶¹ Die Erfolgswahrscheinlichkeit eines freundlichen Angebots, bei dem sich die Vorstände (und Aufsichtsräte) beider Unternehmen über die Vorteilhaftigkeit einig sind, ist mehrheitlich höher als jene eines feindlichen. Auch eine Indexzugehörigkeit und eine deutlich höhere Marktkapitalisierung des Übernehmenden steigern die Vollzugschance. Eine relativ hohe Prämie, bezogen auf den vorherigen Kursverlauf und den Referenzpreis des einzelnen Aktionärs, wirkt sich ebenfalls positiv auf den Ausgang aus.¹⁶²

Ausschlaggebend sind auch die in der Angebotsunterlage vorausgesetzten Vollzugsbedingungen. Vor allem das Bestehen einer Mindestannahmequote, erhöht die Ungewissheit über den Ausgang deutlich.¹⁶³ Häufig wird auch ein Mindeststand eines Leitindex' als Vollzugsbedingung vorausgesetzt, wodurch ein Transaktionsabschluss in einem „ungünstigen“ Marktumfeld verhindert werden soll. Dann beinhaltet das Deal-Risiko ein erhöhtes Marktrisiko. Ohnehin tendieren Übernahmen in einem deutlich negativen Marktumfeld zu einer höheren Korrelation mit dem Markt und damit zu einer höheren Misserfolgsrate.¹⁶⁴ Weitere

¹⁶⁰ Vgl. Jorion, P., Risikomanagement, 2008, S. 61.

¹⁶¹ Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 106 f.

¹⁶² Vgl. Elsland, S., Weber, M., Tender, 2006, S. 32 f.

¹⁶³ Vgl. Krause, H., Angebotsverlauf, 2017, S. 9.

¹⁶⁴ Vgl. Och, D. S., Pulvino, T. C., Arbitrage4, 2005, S. 123.

übliche Vollzugsbedingungen sind u. a. keine Durchführung von Hauptversammlungen oder wesentlicher Kapitalmaßnahmen und keine wesentliche Verschlechterung der Gesellschaftsverhältnisse.¹⁶⁵

Neben dem allgemeinen Marktrisiko sind auch Sektor- und Unternehmensrisiken vorhanden, die aber ebenso Risiken zweiter Ordnung und im Deal-Risiko aggregiert sind.¹⁶⁶ An dieser Stelle sind außerdem das politische, sowie das regulatorische Risiko zu erwähnen. Eine Intervention durch die Politik – beispielsweise motiviert durch Proteste der Öffentlichkeit – oder durch regulatorische Institutionen, kann Übernahmeambitionen schnell zunichtemachen. Des Weiteren kann das Einschreiten aktivistischer Investoren bzw. anderer großer Anteilseigner oder Stakeholder das Deal-Risiko erhöhen.¹⁶⁷ Je nachdem welche Seite diese Investoren einnehmen, kann es sich aber auch reduzieren.

Scheitert ein angestrebter Deal, fällt der Aktienkurs des Zielunternehmens wahrscheinlich ungefähr auf den Preis vor der Übernahmeankündigung zurück.¹⁶⁸ Verluste darüber hinaus sind ebenso möglich, da sich die Aktionärsstruktur der Zielgesellschaft im Laufe der Übernahme verändert hat. Arbitrageure sind zum Teil an die Stelle von Altaktionären getreten. Da sie nur Ziele im Rahmen der Übernahme verfolgten, welche nicht mehr erreichbar sind, stoßen sie ihre Beteiligung so schnell wie möglich ab und beschleunigen den Kursverfall. Andererseits kann der Kurs aber auch nur geringfügig sinken, wenn die fundamentalen Daten der Gesellschaft gut sind und die Marktteilnehmer mit einem neuen Angebot rechnen.

Bei der Stock Merger Arbitrage geht der Investor noch ein weiteres Risiko ein. Weil er den Spread „einlockt“, besitzt er gleichzeitig eine Short-Position in den Aktien des Akquirierenden. Scheitert der Deal, steht er vor der Aufgabe, beide Positionen mit möglichst geringen Verlusten glattzustellen.¹⁶⁹ Der Hedge durch die Leihe birgt aber während des gesamten Übernahmeverlaufs ein zusätzliches Risiko. Wenn der Leihegeber die Aktien zurückfordert, ist der Leihenehmer gezwungen, die Short-Position zu decken und die Aktien entweder zu kaufen oder von einer dritten Partei zu leihen.¹⁷⁰ Kommt der Recall zu einem ungünstigen

¹⁶⁵ Vgl. diverse Angebotsunterlagen (z. B.: WCM AG).

¹⁶⁶ Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 108 ff.

¹⁶⁷ Vgl. Och, D. S., Pulvino, T. C., Arbitrage4, 2005, S. 118.

¹⁶⁸ Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 103.

¹⁶⁹ Vgl. McDermott, I., Mulcahy, M., Arbitrage6, 2017, S. 37.

¹⁷⁰ Vgl. Kirchner, T., Arbitrage2, 2016, S. 170.

Zeitpunkt, kann der Händler die Stücke möglicherweise nur zu einem höheren Kurs oder zu einer höheren Leihgebühr beziehen.¹⁷¹ Wenn Aktienkäufe tatsächlich unausweichlich werden, muss er theoretisch sogar die komplette Strategie aufgeben, da ihm der Hedge fehlt. Je nach Positionsgröße kann es dann noch problematisch sein, die Aktien des Zielunternehmens zu einem guten Kurs zu verkaufen, weil sich u.U. nicht direkt genügend Käufer am Markt befinden.

3.5.2 Risiken bei Unternehmensverträgen

Nach einer erfolgreich abgeschlossenen Transaktion, folgt für einen Investor bestenfalls noch die Gelegenheit von einem BGAV zu profitieren. Kommt ein solcher zustande, sind damit wiederum nicht nur Ertragschancen, sondern auch neue Risiken verbunden. Es besteht zuvor allerdings die Gefahr, dass der BGAV zwar angekündigt, aber aus irgendeinem Grund letztlich nicht vereinbart und nicht ins Handelsregister eingetragen wird. Dies birgt ein Kursrisiko, wenn der Kurs in der Hoffnung auf den Abschluss weiter gestiegen war.

Das Deal-Risiko ist, da der Deal abgeschlossen wurde, nicht mehr vorhanden. Ein Bestandteil und zwar das Marktrisiko, existiert aber noch. Nur wirkt es sich aufgrund der Marktunabhängigkeit, durch die von der Abfindung geschaffenen Kursuntergrenze, weiterhin kaum auf den Aktienkurs aus.¹⁷² Absolut entscheidend für diese Kursstabilität ist, wie bereits erläutert, die Verlängerung des Abfindungsanspruchs. Das Risiko, welches sich wiederum aus einem dafür erforderlichen Spruchverfahren ergibt, besteht darin, dass keine Nachbesserung erfolgt. Als tatsächliches Risiko ist es jedoch nicht zu werten, da Anleger höchstens einen eher geringen Teil ihres Buchgewinns einbüßen würden. Dies hängt wesentlich von ihrem Einstandskurs ab.

Ein tatsächliches Kursrisiko ist hingegen mit Delisting-Plänen verbunden. Sie ziehen häufig Verkäufe nach sich. Kommt es wirklich zu einem Delisting, vermindert sich außerdem die Handelsliquidität der Aktie massiv, was sich dauerhaft auf Kauf- und Verkaufskurse sowie den Spread dazwischen auswirkt. Ebenfalls manifestiert sich ein Zinsänderungsrisiko als Kursrisiko. In Form einer allgemeinen Zinsniveauserhöhung mindert sich die Attraktivität der Garantiedividende und kann Anleger zum Verkauf der Aktien, zu Gunsten alternativer Anlagen, bewegen.¹⁷³ Der Effekt wird jedoch abgeschwächt, da mit einer Erhöhung des

¹⁷¹ Vgl. D'Avolio, G., *Borrowing*, 2002, S. 272.

¹⁷² Vgl. Fünfer, B., *Lenders*, J., *Renditechancen*, 2016, S. B9.

¹⁷³ Vgl. Lindemann, P., *Festgeldersatz*, 2017, o. S.

Zinsumfelds auch eine Anpassung des Basiszinses einhergeht. Diese erfolgt jedoch, gem. § 247 BGB, nur in halbjährlichen Intervallen zum 1. Januar und 1. Juli jeden Jahres.

Als wesentliche Risiken sind das Insolvenzrisiko der Muttergesellschaft und die Kündigung des Unternehmensvertrages anzusehen.¹⁷⁴ Die Kündigung des Unternehmensvertrages birgt jedoch nur ein Risiko, wenn er keine Sicherungsklausel enthält, die Aktionäre noch unmittelbar danach berechtigen würde, ihre Anteile zum Abfindungspreis des Vertrages anzudienen und kein Spruchverfahren eingeleitet wurde¹⁷⁵. Eine sich abzeichnende Insolvenz der herrschenden Gesellschaft kann aber etwaige Abfindungsansprüche aufheben und zu merklichen Kursverlusten der Aktien des beherrschten Unternehmens führen.

3.5.3 Risikoprävention

Präventiv gegen die geschilderten Risiken zu wirken, gestaltet sich schwierig. Besonders das Deal-Risiko lässt sich kaum verringern und traditionelle Risikomessmethoden sind, wegen der Besonderheit des Deal-Risikos, darauf nur begrenzt anwendbar.¹⁷⁶ Eine der bewährtesten Techniken der Risikominderung ist aber auch an dieser Stelle nutzbar. Durch Diversifikation, in Form eines breit aufgestellten Portfolios von Übernahmespekulationen, kann das Risiko auf einer Portfolioebene verringert werden.¹⁷⁷ Dazu sollten, wie bei der Berechnung der erwarteten Rendite von Cash Merger Arbitrage, Erfolgswahrscheinlichkeit, Dauer und Gewinn- sowie Verlustpotenzial geschätzt werden.¹⁷⁸ Außerdem ist auf eine geringe Korrelation der Positionen untereinander zu achten, da sich ansonsten der Zweck der Portfoliobildung erübrigen würde. Auf Basis der Schätzungen kann der Value at Risk (VaR) jeder Position bestimmt und dann aggregiert werden. Beim VaR handelt es sich um ein gebräuchliches Maß, für den prognostizierten Verlust einer Position innerhalb eines bestimmten Zeitraums, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) nicht überschritten wird.¹⁷⁹

¹⁷⁴ Vgl. Popp, M., Ausgleich2, 2008, S. 32 zitiert nach Frank, R. et al., Verrentungszinssatz, 2016, S. 447.

¹⁷⁵ Vgl. Frank, R. et al., Verrentungszinssatz, 2016, S. 450.

¹⁷⁶ Vgl. Jorion, P., Risikomanagement, 2008, S. 61 f.

¹⁷⁷ Vgl. Bottoli, R., Marktunabhängigkeit, 2017, S. 14.

¹⁷⁸ Vgl. Jorion, P., Risikomanagement, 2008, S. 72.

¹⁷⁹ Vgl. Hull, J. C., Derivate, 2015, S. 610.

Um das verbleibende Marktrisiko weiter abzusichern, kann in Erwägung gezogen werden „out-of-the-money“ Index-Put-Optionen (z. B. auf den DAX) zu erwerben.¹⁸⁰ Bei diesen handelt es sich um vergleichsweise günstige Verkaufsoptionen, die aber eine Wertsteigerung erfahren, wenn es zu (deutlichen) Kursverlusten kommt.¹⁸¹ Der Einsatz ist allerdings, wegen der hohen Marktunabhängigkeit der betroffenen Aktien, nur begrenzt sinnvoll.

Die Erfolgswahrscheinlichkeit einer Transaktion sollte stets konservativ geschätzt werden. Zur treffenden Beurteilung muss in erster Linie die Frage beantwortet werden, worin die beteiligten Parteien den Zweck des Deals sehen.¹⁸² Weitere Fragen schließen sich an: Stimmt der Angebotspreis? Wer sind die anderen Anteilseigner? Wie werden sie sich verhalten und sind die Vollzugsbedingungen erfüllbar? Eben jene Faktoren, die das Deal-Risiko definieren, sind möglichst genau zu bewerten. Zur Plausibilisierung der angestellten Risikoschätzung, kann der Deal-Spread genutzt werden. Dieser indiziert das Risiko grob, denn er weitet sich, wenn das Risiko allgemein hoch eingestuft wird, und verengt sich, wenn das Gegenteil der Fall ist.¹⁸³

Das Aktienleiherisiko kann auf zwei recht simple Weisen reduziert werden. Einerseits kann von Anfang an auf mehrere Leihegeber gesetzt und somit auch hier eine Diversifikation betrieben werden. Sollte eine Partei ihre Aktien zurückfordern, steht die Arbitrage Strategie nicht direkt vollständig vor dem Aus. Andererseits kann (zusätzlich) für eine Überdeckung mit Aktien gesorgt werden. Sie verringert zwar den Gesamtertrag, durch die Mehrkosten der nicht direkt benötigten Stücke, allerdings können so etwaige Recalls aufgefangen werden.

Die Risiken, denen Investoren sich nach dem Abschluss eines BGAV gegenübersehen, sind präventiv kaum reduzierbar. Dafür sind sie, genau wie ihre Eintrittswahrscheinlichkeit, aber auch nicht erheblich. Abgesehen von erneuter Diversifikation bleibt nur, den Kursverlauf beider Aktien, alle Unternehmensmeldungen und etwaige Spruchverfahrenfortschritte sowie Analystenkommentare zu verfolgen und anhand dieser auf Ausstiegssignale zu reagieren.

Als Reaktionsmöglichkeiten, auf den (bevorstehenden) Eintritt von dargelegten Risiken, existieren generell nur zwei Maßnahmen. Der Investor kann sich entweder dafür entscheiden seine Position zu halten und abzuwarten oder er kann sie

¹⁸⁰ Vgl. Kirchner, T., *Arbitrage2*, 2016, S. 463.

¹⁸¹ Vgl. Hull, J. C., *Derivate*, 2015, S. 277.

¹⁸² Vgl. Bottoli, R., *Marktunabhängigkeit*, 2017, S. 14.

¹⁸³ Vgl. Pedersen, L. H., *Arbitrage3*, 2015, S. 304.

schließen bzw. reduzieren. Um die angebrachte Entscheidung rechtzeitig treffen zu können, sollten die im vorherigen Absatz genannten Überwachungsmaßnahmen fortlaufend stattfinden.

4 Praxisbezogene Strategieranwendung

Der theoretischen Abhandlung folgend, werden die Merger Arbitrage und die Situation beim Abschluss eines BGAV, anhand bereits vollzogener Übernahmen am Kapitalmarkt, veranschaulicht. Dazu wurde, aufgrund bestimmter Parameter, jeweils ein repräsentatives Beispiel ausgewählt. Auf diesen Auswahlprozess wird folgend zunächst genau eingegangen. Danach wird, zeitlich analog des Übernahmeverlaufs, die Anwendung der Strategien erläutert.

4.1 Auswahlprozess der Praxisfälle

Um geeignete Praxisfälle zu ermitteln wurden zunächst der Jahresbericht 2016 sowie die Liste der veröffentlichten Angebotsunterlagen (nach WpÜG) der BaFin – und eben die einzelnen Unterlagen – geprüft und ausgewertet. Die Daten der BaFin weisen für die Jahre 2013-2016 insgesamt 89 Angebote aus. Für 2017 lag bis zur Fertigstellung dieser Studie noch kein Jahresbericht vor, sodass die Angaben aus der Liste der veröffentlichten Angebotsunterlagen gefiltert wurden. Ermittelt wurden weitere 22 Angebote. Die Aufteilung auf die drei bzw. seit 2016 vier (Delisting-Erwerbsangebot) Angebotsarten, stellt sich über die letzten fünf Jahre wie folgt dar:

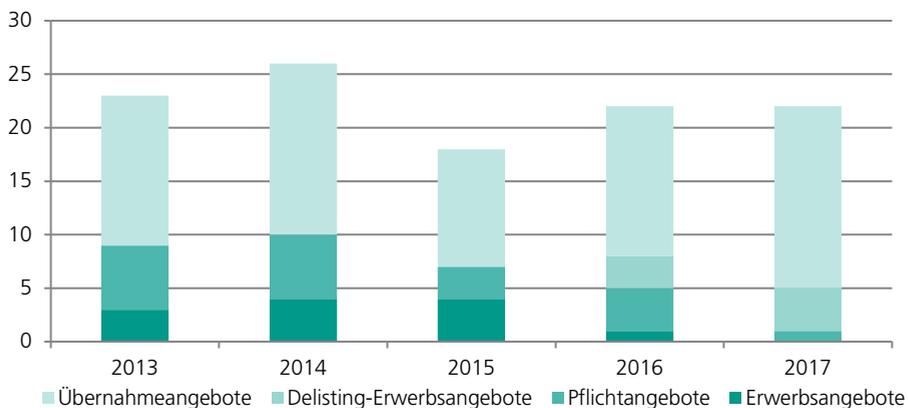


Abbildung 1: Angebotsverfahren 2013-2017

Quellen: Eigene Darstellung in Anlehnung an BaFin, Jahresbericht, 2017, S. 190;

Anhang I: Angebotsdaten 2013-2017

Zu erkennen ist, dass Übernahmeangebote in jedem der letzten fünf Jahre den Großteil der Verfahren ausmachten. Aus ihnen wurden auch die Beispiele ausgewählt. Von diesen 72 Übernahmeangeboten waren 60 erfolgreich.¹⁸⁴ Wie schon erwähnt stehen darüber hinaus in drei Fällen aus 2017 noch regulatorische Genehmigungen aus. Von den 72 Angeboten sahen nur sieben Angebote einen reinen Aktientausch und vier Angebote eine kombinierte Gegenleistung vor.

Das Hauptkriterium für die Wahl der in den nächsten Unterpunkten verwendeten Beispiele, waren Median und Durchschnitt des erwarteten maximalen Finanzierungsbedarfs. Jener wurde exklusive Transaktionskosten und Nicht-Akzeptanzvereinbarungen, aber inklusive Erwerbsvereinbarungen errechnet. Die erforderlichen Daten wurden aus den einzelnen Angebotsunterlagen ermittelt. Ein weiteres Kriterium war die Aktualität der Fälle, sodass bei ähnlichem Median bzw. Durchschnitt oder stark abweichenden Werten die aktuellere Übernahmesituation gewählt wurde. Außerdem wurde der erfolgreiche Abschluss der Übernahme vorausgesetzt.

Als erstes Beispiel dient die Übernahme der WCM Beteiligungs- und Grundbesitz- AG durch die TLG Immobilien AG. Bei dieser Transaktion, mit einem Volumen von ca. 433.700.000€, handelt es sich um den Median der Volumen von etwa 66.075.000€ bis ca. 4.435.765.000€¹⁸⁵. Per Durchschnittsbetrachtung würde eher die Übernahme der DO Deutsche Office AG in Frage kommen (877.344.000€), die allerdings 2 Jahre länger zurückliegt.

Für die Wahl des zweiten Beispiels war ein zusätzliches Kriterium ausschlaggebend: der Abschluss eines Unternehmensvertrages, in einer der in 3.3.1 beschriebenen Varianten. Da nur Übernahmen aufgrund von Angeboten zwischen 2013-2017 ausgewertet wurden, kamen auch nur Verträge in Betracht, die im Anschluss an diese Offerten rechtskräftig abgeschlossen wurden. Somit wurde die Auswahl auf neun Transaktionen begrenzt. Der Median fällt hierbei auf die Übernahme der Celesio AG durch die McKesson Corporation, mit einem Volumen von ungefähr 1.197.019.000€. Der Durchschnitt weicht auch an dieser Stelle nach oben ab, trifft jedoch beinahe exakt das Volumen der Celesio Transaktion, wenn der Größte Deal, mit einem Volumen von etwa 7.701.495.000€, herausgerechnet wird.

¹⁸⁴ Vgl. Anhang I: Angebotsdaten 2013-2017.

¹⁸⁵ Vgl. Anhang I: Angebotsdaten 2013-2017.

Alle grundlegenden Daten für die (Auswahl der) Beispiele wurden entweder Bloomberg, den Veröffentlichungen auf der Webseite des Bundesanzeigers¹⁸⁶ oder den entsprechenden Angebotsunterlagen entnommen. Grundlage der Berechnungen sind Xetra Kurse, da auf Xetra regelmäßig die höchsten Volumina gehandelt werden und die Kurse somit über die größte Aussagekraft verfügen. Steuern, Transaktionskosten und Finanzierungskosten – inklusive Aktienleihegebühren – bleiben unberücksichtigt.

4.2 Übernahme der WCM AG durch die TLG Immobilien AG

Zur praktischen Erläuterung der Stock Merger Arbitrage Theorie dient in diesem Abschnitt der Übernahmefall der WCM AG durch die TLG Immobilien AG im Jahr 2017.

Da es sich bei dem von der TLG AG abgegebenen Angebot um einen Aktientausch handelt, sind sowohl ihr Aktienkurs als auch der Aktienkurs der WCM AG in der Strategie relevant. Das Angebot sah den Tausch von 23 Aktien des Ziels gegen vier Aktien des Bieters vor.¹⁸⁷ Demnach ergab sich ein Umtauschverhältnis von 23:4, wodurch der Wert einer TLG AG Aktie 5,75 WCM AG Aktien entsprechen sollte. Es ergab sich ein Angebotspreis von ca. 3,15€ für eine WCM Aktie. Der Preis lag damit über dem gesetzlichen Mindestpreis von – kaufmännisch gerundet – 3,03€, was einer Prämie von 4,06% (nicht annualisiert) entsprach. Die Prämie variiert allerdings wegen des Aktientauschs im Verlauf der Transaktion. Deutlich wird dies im unteren linken Graphen der folgenden Abbildung. Er zeigt das Verhältnis der Aktienkurse von TLG zu WCM im Laufe der Übernahme, das von minimal ca. 5,36 bis maximal ca. 6,02 schwankt, aber größtenteils nahe am Umtauschverhältnis von 5,75 liegt. Eine größere Relation als 5,75 bedeutet eine Arbitragemöglichkeit. Der Median liegt bei 5,753 und der Durchschnitt bei 5,7359.

¹⁸⁶ Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz, Bundesanzeiger, 2018.

¹⁸⁷ Vgl. TLG Immobilien AG, Angebotsunterlage1, 2017.



Abbildung 2: Kursrelation TLG/WCM Aktien
Quelle: Eigene Darstellung in Bloomberg

10.05.17: Am zehnten Mai gab die TLG AG ihr Vorhaben eines öffentlichen Übernahmeangebotes bekannt. Der Schlusskurs der WCM Aktien am 09.05. lag mit 3,21€¹⁸⁸ bereits über dem Wert der Gegenleistung in der Angebotsunterlage. Dies war aber bedeutungslos, da gleichzeitig der TLG Aktienkurs zu berücksichtigen war. Im Kursverlauf der WCM AG ist zunächst ein deutlicher Anstieg auf einen Schlusskurs von fast 3,50€ zu beobachten, die typische extreme Bewegung nach der Ankündigung einer Übernahme. Warum der Kurs auf 3,50€ kletterte (was einem negativen Arbitrage Spread entsprach), ist nicht konkret erklärbar. Möglicherweise für den WCM Kursanstieg verantwortlich ist u. a., dass Anleger direkt nach der Ankündigung unlimitierte Kaufaufträge platziert haben, die Kursbewegung limitierte Kaufaufträge auslöste und/oder Handelsalgorithmen aufgrund der Mitteilung automatisiert Käufe tätigten. Außerdem beteiligten sich wahrscheinlich Investoren, die bereits auf eine Angebotsnachbesserung spekulierten.

27.06.17: Das Angebot wurde offiziell verbreitet und die vorläufige Annahmefrist ging bis zum Tagesende des 05.09.2017, wodurch sie den üblichen zehn Wochen entsprach. Die Relationskurve in Abbildung 2 zeigt, dass die Aktienkurse sich schon vor dem Fristbeginn dem Umtauschverhältnis von 5,75 annäherten und um dieses pendelten.

¹⁸⁸ Bloomberg WCMK GY.

Die Opportunitäten lassen sich leicht im Graphen unten links der Abbildung 3 auf der nächsten Seite ablesen. Er zeigt den Spread nach der Angleichung des WCM Kurses um den Faktor 5,75 an den TLG Kurs. Die grün markierten Bereiche unter der Kurve zeigen Einstiegsgemelegenheiten, zu denen der Spread positiv und Arbitrage möglich war. Der Kauf von 23 WCM Aktien war günstiger als der Verkauf von vier TLG Aktien. Gegenteilig stellen die rot markierten Bereiche Zeiträume dar, in denen der Spread negativ war und es sich nicht anbot Positionen aufzubauen, sondern stattdessen bestehende Positionen glattzustellen.



Abbildung 3: Um Umtauschverhältnis bereinigter Spread TLG/WCM Aktien
Quelle: Eigene Darstellung in Bloomberg

Aufgrund des Umtauschverhältnisses ließ sich, gemäß der Stock Merger Arbitrage Theorie zur Fixierung des Spreads, ein Hedge durch den Kauf von 23 (bzw. eines Vielfachen an) WCM Aktien sowie den simultanen Verkauf von vier TLG Aktien (bzw. eines Vielfachen davon) ausführen. Als Beispiel soll hier das Verhältnis der Closing Preise von 5,89 am 12.07.17 (18,15€¹⁸⁹ / 3,08€) zu 5,59 am 11.08.17 (17,88€ / 3,20€) dienen. Ein Investor konnte zunächst 23 WCM Aktien im Wert von insgesamt 70,84€ (23 * 3,08€) erwerben. Dagegen konnte er 4 TLG Aktien im Wert von insgesamt 72,60€ (4 * 18,50€) verkaufen. Er hätte einen Spread von 1,76€ (72,60€ - 70,84€) vereinnahmt, hätte er die Positionen bis zum Ende des Angebots gehalten.

¹⁸⁹ Bloomberg TLG GY.

Am 11. August 2017 hatte er aber zusätzlich die Gelegenheit von einem negativen Spread zu profitieren. Die WCM Aktien verkaufte er zu einem Kurs von 3,20€, also summiert 73,60€. Außerdem konnte er die nötigen TLG Aktien pro Stück zu 17,88€ und insgesamt 71,52€ zurückkaufen. Bei diesem Vorgang erzielte er folglich weitere 2,08€. In der Summe erwirtschaftete er so 3,84€, sodass sich pro WCM Aktie eine Prämie von ca. 0,17€ ($3,84€ / 23$) ergab.

Wichtig ist die Berücksichtigung der Dividenden Record Days, die Tage an welchen die Dividendenberechtigung geprüft wird. Wäre darauf nicht geachtet worden, hätte im Worst Case nur eine Dividendenausgleichszahlung an den Leihgeber erfolgen müssen, die die Rendite erheblich verringert hätte. In diesem Fall wären hypothetisch 3,20€ ($4 * 0,80€$) für die TLG Aktien zu zahlen gewesen, was einen Großteil der Rendite neutralisiert hätte.

15.08.17: An diesem Datum wurde, mittels der verpflichtenden wöchentlichen Wasserstandsmeldungen der Annahmquote, bekanntgegeben, dass die Mindestannahmeschwelle von 50% und einer Aktie erreicht wurde.

13.09.17: Die weitere Annahmefrist von zwei Wochen begann. Am Ende dieser Frist war ein Absacken der Kursrelation zu beobachten. Dies ist mit dem Verlust, der durch das Tauschangebot hervorgerufenen „Bindung“ der Kurse aneinander, zu begründen. Innerhalb der Annahmefrist bewegte sich der Spread größtenteils zwischen 0,00€ und 0,125€ (erkennbar am Graphen unten rechts in Abbildung 3). Dies bestätigt die Theorie eines leichten Abschlags auf den Übernahmepreis aufgrund des Deal-Risikos.

06.10.17: Der Eintritt der letzten Vollzugsbedingung, in Form der Eintragung der erforderlichen Angebotskapitalerhöhung der TLG im Handelsregister, wurde bekanntgegeben. Die Übernahme konnte schließlich mit einer Annahmquote von 85,89% vollzogen werden.

4.3 Übernahme der Celesio AG durch die McKesson Corporation

Um die Auswirkungen eines BGAV auf den Aktienkursverlauf einer beherrschten Gesellschaft zu veranschaulichen, wird als Beispiel die Celesio AG verwendet. Seit der Umbenennung in 2017 trägt die Gesellschaft den Namen McKesson Europe AG. Die McKesson Corporation handelte durch die Tochterfirma Dragonfly GmbH & Co. KGaA, welche mittlerweile Celesio Holdings Deutschland GmbH & Co. KGaA heißt. Der Einfachheit halber, werden im Folgenden nur die

Namen Celesio AG und McKesson Corporation verwendet. Zunächst wird, anhand des auf der nächsten Seite abgebildeten Charts (Abbildung 4), kurz auf den Verlauf der Übernahme vor der Eintragung des BGAV eingegangen, damit ein Gesamtbild entsteht.



Abbildung 4: Celesio AG Chart
Quelle: Eigene Darstellung in Bloomberg

08.10.13: Am 8. Oktober wurde bekannt, dass sich die McKesson Corporation mit der größten Aktionärin der Celesio AG, der Haniel & Franz Haniel & Cie. GmbH, in Gesprächen über einen Erwerb ihres Anteils von 50,01% befand.

24.10.13: An diesem Tag wurde die Vereinbarung mit Haniel, die Anteile für 23€ pro Stück zu erwerben und der Plan ein Angebot zu veröffentlichen, verkündet. Am 05. Dezember wurde dann die Angebotsunterlage, mit einem Angebotspreis von ebenfalls 23€, veröffentlicht.¹⁹⁰

09.01.14: Am letzten Tag der Annahmefrist erhöhte McKesson den mit Haniel vereinbarten Erwerbspreis auf 23,50€, wodurch zugleich der Angebotspreis – ohne Fristverlängerung – angepasst werden musste. Die Maßnahme sollte dazu dienen, den Hedgefonds Elliott Management, der sich im Zuge der Übernahme – zusätzlich noch mit Wandelanleihen – eingekauft hatte, zur Angebotsannahme zu verleiten. Die Mindestannahmeschwelle von 75% wurde dennoch nicht erreicht, sodass das Angebot scheiterte.

¹⁹⁰ Vgl. McKesson Corporation, Angebotsunterlage2, 2013

23.01.14: Ein neues Angebot war in Planung und Vereinbarungen mit Haniel und Elliot, um 75,99% der Stimmrechte zu erwerben, waren fortgeschritten. Diese Käufe wurden schließlich am 06.02., doch zu 23,50€ je Aktie, vollzogen. Am 28.02. erfolgte dann die Veröffentlichung einer neuen Angebotsunterlage mit dem gleichen Preis.¹⁹¹

14.05.14: Am 14. Mai wurde verkündet, dass ein BGAV angestrebt wird. Die Abfindung sollte 22,99€ und die Garantiedividende 0,83€ betragen.¹⁹² Der Schlusskurs des Tages lag bei 25,20€¹⁹³, also bereits fast 10% über der angebotenen Abfindung. Zu erklären ist der Sachverhalt u. a. mit der mindestens fünfjährigen Dauer des BGAV. Über diesen Zeitraum ließen sich kumuliert 4,15€ ($0,83€ \cdot 5$) an Dividenden erwirtschaften. Müsste der Investor letztlich zu 22,99€ aus dem Unternehmen ausscheiden, hätte er dennoch 1,94€ ($4,15€ + 22,99€ - 25,20€$) Ertrag pro Aktie erzielt. Dies entspräche einer Rendite von ca. 7,70% über fünf Jahre, bezogen auf seinen Estandskurs. Da der BGAV allerdings noch nicht ins Handelsregister eingetragen war, war eine Investition zu diesem Zeitpunkt noch etwas risikoreicher.

Zum Renditevergleich wird eine Anleihe der Muttergesellschaft mit ähnlicher Laufzeit herangezogen. Die in US Dollar notierte Anleihe US581557BD67 wurde am 10.03.2014, zu 100% mit einem Coupon von 2,284% und dem 15.03.2019 als Verfallsdatum, emittiert.¹⁹⁴ Wird von den halbjährlichen Zahlungsterminen und somit von Zinseszinsen abgesehen, wären von Beginn an 11,42% Rendite, über die ebenfalls fünfjährige Laufzeit, zu vereinnahmen gewesen. Dies ist zwar eine höhere Rendite als minimal bei der Investition in die Celesio Aktie erreichbar gewesen wäre, allerdings birgt Letztere eine weitere Renditeperspektive und kein Wechselkursrisiko.

02.12.14: Der Registereintrag erfolgte. Aus der unsicheren Kursuntergrenze von 22,99€ (gepunktete Linie in Abbildung 4) wurde eine sichere Kursuntergrenze (gestrichelte Linie in Abbildung 4).

Im Chart ist deutlich zu sehen, dass die Aktien seit der BGAV Ankündigung in einer relativ engen Bandbreite von 24,36€ bis 28,25€ gehandelt wurden. Überwiegend sogar nur zwischen 24,36€ und ungefähr 26€. Unter diese Grenze fie-

¹⁹¹ Vgl. McKesson Corporation, Angebotsunterlage3, 2014

¹⁹² Vgl. Celesio Holdings Deutschland GmbH & Co. KGaA, BGAV, 2014.

¹⁹³ Bloomberg CLS1 GY.

¹⁹⁴ Bloomberg MCK 2.284 03/15/19.

len die Aktien bisher nicht mehr, was mit der ansonsten entstehenden Arbitragegelegenheit zu erklären ist. Zudem wirken sich die theoretische Aufzinsung und die Spekulation auf eine erhöhte Abfindung durch das, unter dem Aktenzeichen 31 O 1/15 KfH beim LG Stuttgart¹⁹⁵, laufende Spruchverfahren auf den Kurs aus. Obwohl die McKesson Corporation das Recht auf Abfindung auf die gesetzlich mindestens einzuhaltenden zwei Monate nach der Handelsregistereintragung beschränkte, besteht es weiterhin aufgrund des genannten Spruchverfahrens.

Besonders ist in diesem Übernahmefall, dass die Wahrscheinlichkeit einer Nachbesserung noch höher als in sonstigen Fällen und außerdem der mögliche Betrag genauer abzuschätzen ist. Dies hängt mit dem Kauf von Wandelanleihen durch den Hedgefonds Elliott zusammen. Da er sich mit diesen die Möglichkeit weitere Aktien zu beziehen erkaufte hatte, war McKesson genötigt auch diese Wandelanleihen zu erwerben. Dies tat die Gesellschaft zu Preisen von 30,94€ und 30,95€, welche deutlich über dem Angebotspreis lagen.¹⁹⁶ Gegen die Höhe des Angebotspreises wurde folgend geklagt und der BGH bestätigte am 07.11.2017 schließlich, in dritter Instanz, dass der Erwerb von Wandelschuldverschreibungen beim Wert der Gegenleistung zu berücksichtigen und den Aktionären, die das Angebot annahmen, die Differenz zu 30,95€ zu zahlen ist. Damit hob der BGH zum Teil die Gattungsbezogenheit bei Parallelerwerben auf. Es ist davon auszugehen, dass das Urteil eine Auswirkung auf das laufende Spruchverfahren, gegen die Höhe der Abfindung aus dem BGAV, hat. Eine Nachbesserung der Abfindung auf ebenfalls 30,95€ ist nicht unwahrscheinlich.

¹⁹⁵ Vgl. McKesson Europe AG, Celesio, 2018.

¹⁹⁶ Vgl. BGH, 07.11.2017, II ZR 37/16.

5 Empirische Untersuchung der Erfolgsfaktoren

Es wurde bereits festgestellt, dass es absolut entscheidend für gewinnbringende Merger Arbitrage Investments ist, die Vollzugswahrscheinlichkeit eines Deals kalkulieren zu können. Daher beschäftigt sich dieses Kapitel mit der Methodik, die Vollzugswahrscheinlichkeit anhand gewisser Erfolgsfaktoren zu ermitteln.

5.1 Datenbasis

Die nachfolgende empirische Untersuchung beschränkt sich auf Deutschland, da die Bedeutung der rechtlichen Rahmenbedingungen nach den vorherigen Ausführungen außer Zweifel steht. Deshalb wurden M&A-Transaktionen mit einem Übernahmekandidaten aus Deutschland ausgewählt. Die Daten für den Untersuchungszeitraum 01.04.2013 – 31.03.2018 wurden aus Bloomberg entnommen.¹⁹⁷ Unvollständige Datensätze sowie Datensätze mit dem Dealstatus „Pending“ und „Proposed“ wurden eliminiert, so dass die Stichprobengröße 521 Datensätze umfasst, wobei nur 26 erfolglose Transaktionen enthalten sind.

Zu erklären ist, ob ein Vollzug erfolgt ist oder nicht. Der Status „Successful“ wird mit 1 markiert, „Withdrawn“ und „Terminated“ werden mit 0 angezeigt. Als unabhängige Variablen werden ManagementEinstellung, Land, Branche, Abbruchgebühren, Zahlungsart und Dealgröße. Die nachstehende Tabelle verschafft eine Übersicht:

Variable	Bedeutung	Ausprägungen
Y	Angebotserfolg	Vollzug = 1, sonst 0
X1	ManagementEinstellung	freundlich = 0, sonst 1
X2	Land	identisch = 0, sonst 1
X3	Branche	identisch = 0, sonst 1
X4	Abbruchgebühren	vorhanden = 1, 0 sonst
X5	Zahlungsart	Cash only = 0, 1 sonst
X6	Dealgröße	metrisch in Mrd. Euro

Nullen bei den Regressoren signalisieren somit ein – vermutlich – günstiges Umfeld.

¹⁹⁷ Der Datensatz wurde von der Studentin Christina Kolet für die Zwecke einer Projektarbeit zusammengetragen. Wir verwenden ihn hier nochmals, wenden aber fortgeschrittenere Methoden an.

5.2 Logistische-Regression

Im Datensatz liegen 95% vollzogene Deals vor. Eine naive Prognose, die stets den Erfolg vorhersagt, hätte somit bereits eine Genauigkeit von 95%. Das geschätzte Logit-Modell kommt auf eine Genauigkeit, die nur marginal höher ist und bei 96,5% liegt.¹⁹⁸ Die Schätzergebnisse werden in üblicher Form nachfolgend gelistet.¹⁹⁹

Variable	Schätzung	p-Wert
Konstante	3,807	nahe Null
X1	-4,899	nahe Null
X2	0,386	0,50378
X3	-0,278	0,62935
X4	-1.006	0,53763
X5	-1.166	0,03921
X6	-0.2842	0,00881

Managementeinstellung, Zahlungsart und Dealgröße sind bei einem Signifikanzniveau von 5% bedeutsam. An den negativen Kennzeichen erkennt man, dass die obige Vermutung bestätigt wird. Sobald die Variablen Managementeinstellung und Zahlungsart von "freundlich" und "Cash only" abweichen, vermindert sich die Erfolgswahrscheinlichkeit.

¹⁹⁸ Vgl. Larose, D.; Larose, C., Mining, 2015, S. 359. Auch Importance Sampling konnte diese Genauigkeit nicht erhöhen.

¹⁹⁹ Wir benutzen die Funktion glm aus der Statistiksoftware R.

5.3 Baumverfahren: CART

Zunächst wird ein Classification and Regression Tree (CART) nach Breimann et al. bestimmt.²⁰⁰ Der Baum wird auf eine Tiefe von 6 bestimmt, so dass jede Variable theoretisch einen Platz im Entscheidungsalgorithmus haben könnte. Der Baum trennt zunächst nach Managementeinstellung, dann Dealgröße und erst danach nach Zahlungsart. Die übrigen Regressoren ignoriert er. Es sind somit dieselben Regressoren wie zuvor von Bedeutung, die Genauigkeit sinkt jedoch auf 86,4%.

5.4 Baumverfahren: C5.0 und Random Forest

Die Anwendung von Quinlan's C5.0 Algorithmus führt nur zu einer Genauigkeit knapp oberhalb des naiven Modells in Höhe von 96,4%²⁰¹. Mit dem Random Forest von Breiman kommt man zu ähnlichen Ergebnissen.²⁰² Die Regressoren X1 und X6 werden ebenfalls als bedeutsam herausgestellt.²⁰³ Die übrigen Regressoren werden ignoriert.

²⁰⁰ Vgl. Larose, D.; Larose, C., Mining, 2015, S. 319. Wir benutzen die Funktion rpart aus R.

²⁰¹ Vgl. Larose, D.; Larose, C., Mining, 2015, S. 326. Wir benutzen die Funktion C5.0 aus R.

²⁰² Vgl. Larose, D.; Larose, C., Mining, 2015, S. 641. Wir benutzen die Funktion varImpPlot aus R.

²⁰³ Vermöge Variable Importance Plot.

6 Fazit

Die Ausführungen der bisherigen Kapitel werden an dieser Stelle zunächst zusammengeführt, um daraufhin die Behandlung des Themas „Investmentstrategien im Rahmen von Übernahmen börsennotierter Gesellschaften“ mit einer Beurteilung abzuschließen.

Bei den Hauptstrategien handelt es sich um Merger Arbitrage und den Bezug von Kompensationsleistungen aus Strukturmaßnahmen. Die Investition in Akquisitionsziele bei Übernahmeanfordungen wird hier nicht als Hauptstrategie gewertet. Grundsätzlich bieten beide Hauptstrategien Renditen die, vor allem annualisiert und vor dem Hintergrund eines niedrigen Zinsniveaus, ansprechend sind.

Das WCM AG Beispiel zeigt die Chancen für Arbitrage auf, die in Transaktionsverläufen häufig auftreten und vergleichsweise hohe Renditen in kurzen Zeiträumen ermöglichen. Anschließend abgeschlossene Unternehmensverträge bieten dann die Möglichkeit, über Jahre kontinuierlich, garantierte Renditen zu erzielen, wie es auch im Celesio Beispiel der Fall ist. Andererseits kann die Abfindungsoption der Verträge einen zusätzlichen Aufschlag bedeuten und das Ablegen des Aktionärsstatus' attraktiv machen. Besonders, wenn die Abfindungsoption aufgrund eines Squeeze-Outs gestellt wird.

Mit der minimal zu erwartenden Rendite geht zudem regelmäßig eine Perspektive auf eine deutliche höhere Rendite einher. Diese Perspektive entsteht aus den Spruchverfahren, die die Angemessenheit der Kompensationsleistungen anzweifeln. Die Verfahren führten bisher mehrheitlich zu hohen Nachbesserungen, allerdings bei langer Verfahrensdauer. Das Celesio Beispiel zeigt, wie sich die Erwartung auf eine Nachbesserung und die zwischenzeitliche Verzinsung ausstehender Zahlungen zusätzlich in einem steigenden Aktienkurs widerspiegeln.

Das asymmetrische Risikoprofil erschwert das Risikomanagement bei Merger Arbitrage. Zudem lässt sich das binäre Deal-Risiko nur von Fall zu Fall und außerdem nicht auf Basis historischer Daten kalkulieren. Ein akkurates Risikomanagement mit ständiger Prüfung der Erfolgswahrscheinlichkeit ist unerlässlich. Des Weiteren sollte eine Diversifikation in Form eines Arbitrage Portfolios stattfinden.

Bei der Ausnutzung von Strukturmaßnahmen sind hingegen weniger nennenswerte Risiken zu beachten. Die durch die Abfindungsoption eines BGAV entstehende Kursuntergrenze sichert die Investition, außer bei Insolvenzgefahr der Muttergesellschaft, ab. Ein Delisting und Änderungen des Zinsumfelds, können sich aber negativ auf den Kurs auswirken. Ein anschließender Squeeze-Out stellt oft das Ende einer Übernahmeinvestition dar und bedeutet selbst nur ein „Risiko“, da ein BGAV dadurch übersprungen werden kann. Damit bliebe Investoren eine der Investmentopportunitäten verwehrt.

Vor dem Hintergrund der dargelegten Risiken ist also zu beurteilen ob sich die regelmäßige Anwendung der Methoden lohnt.

Festzuhalten ist, dass mit Merger Arbitrage dauerhaft eine angemessene Rendite zu erwirtschaften ist, falls der Anleger dazu fähig ist, den Ausgang von Deals zutreffend einzuschätzen. Weder ökonometrische Methoden noch Verfahren des Maschinellen Lernens tun sich hierbei leicht - wie eine integrierte empirische Untersuchung zeigt. Menschliche Intelligenz ist somit nach wie vor gefragt.

Bei den anschließenden Investmentopportunitäten verhält es sich noch eindeutiger. Ein BGAV kann für einen Investor, sofern sein Einstandskurs nicht deutlich zu hoch ist, fast ausschließlich positiv verlaufen. Die Kursuntergrenze steigt laufend durch die theoretische Aufzinsung und in der Regel wird jährlich eine Garantiedividende ausgeschüttet. Die Abfindungsoption kann darüber hinaus, wegen der Spruchverfahren, jederzeit ergriffen werden, sodass gebundenes Kapital freigesetzt werden kann.

Die Investmentstrategien werden folglich nicht grundlos allen voran von professionellen Investoren eingesetzt. Mit einem funktionierenden Risikomanagement können die Restrisiken eingedämmt und das ohnehin ordentliche Risiko-Rendite-Verhältnis weiter verbessert werden. Vor allem in seitwärts tendierenden Märkten kann eine Überrendite generiert werden, die sonst nur mit einem höheren Risiko möglich wäre. In negativen Marktphasen kommen zudem die Chancen bei Unternehmensverträgen besonders zur Geltung, da die jährliche Rendite konstant bleibt. Zukünftig können sich nur Gesetzesänderungen auf die Anwendbarkeit und Attraktivität der Methoden auswirken.

7 Anhang

Anhang I: Angebotsdaten 2013-2017

* Erwartete Angebotskosten - inklusive Erwerbvereinbarungen, exklusive Transaktionskosten und Nicht-Aannahme-Vereinbarungen									
Delisting-Erwerbsangebot									
Bietergemeinschaft, unterschiedliche Angebotsverfahren									
Verpflichtete Angebotsunterlagen (§ 14 WpUG)									
ISIN	Zielf Gesellschaft	Erwarteter Finanzierungsbedarf*	Zahlung	Angebotsart	Erfolg	Veröffentlichung	Unternehmensvertrag	Beteiligung länger als 6 Monate vor Angebot < 50%	
DE0009147207	Constantin Medien AG - Ismaring	152.209.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	18.12.2017	Nein	Ja	
DE0009011611	Pharmax Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main	40.971.250	Bar	Übernahmeangebot	Regulatorische G	14.11.2017	Nein	Ja	
DE0006755055	NORDWEST Handel AG, Dortmund	8.051.120.000	Bar	Delisting-Erwerbsangebot	Regulatorische G	07.11.2017	Nein	Ja	
DE000UNSE018	Viton Wiele's Technology AG, Frankfurt am Main	42.845.951	Bar	Übernahmeangebot	Ja	23.10.2017	Nein	Ja	
LU0472835155	Uniper SE, Düsseldorf	1.805.391	Bar	Pflichtangebot	Ja	05.10.2017	Nein	Ja	
DE0005013007	Aktienbesitzer Kaufbeuren Aktiengesellschaft, Kaufbeuren	34.454.574,568	Tausch	Delisting-Erwerbsangebot	Regulatorische G	12.09.2017	Nein	Ja	
DE0006483001	Rheinix Verwaltungs AG (vormals Rheinische Textilfabriken Linde Aktiengesellschaft, München	4.130.186.650	Bar	Übernahmeangebot	Ja	19.07.2017	Nein	Ja	
DE0007251803	STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Bad Vilbel	45.759.757	Bar	Übernahmeangebot	Ja	11.07.2017	Nein	Ja	
DE0000908600	Offenburger Landesbank AG, Offenburg	182.637.315	Bar	Übernahmeangebot	Ja	27.06.2017	Nein	Ja	
DE0000A1BPV9	SHW AG, Aalen	493.700.059	Tausch	Übernahmeangebot	Nein	06.06.2017	Nein	Ja	
DE0000A1G3K3	WCM Beteiligungs- und Grundbesitz-Aktiengesellschaft	270.969.153	Bar	Übernahmeangebot	Ja	06.06.2017	Nein	Ja	
DE0000A1LQV950	Ergonomics AG, Berlin	2.450.600.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	24.05.2017	Nein	Ja	
DE0000A1G3K4	Umsicht Aktiengesellschaft, Heintal	939.821.985	Bar	Übernahmeangebot	Ja	18.05.2017	Nein	Ja	
DE0006272201	Biosax Aktiengesellschaft, Driesch	4.114.601.040	Bar	Übernahmeangebot	Nein	27.04.2017	Nein	Ja	
DE0006251803	STADA Arzneimittel Aktiengesellschaft, Bad Vilbel	33.288.959	Bar	Übernahmeangebot	Ja	27.04.2017	Nein	Ja	
DE0006012007	BFS Tabletten Aktiengesellschaft, Selb	874.000.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	12.04.2017	Nein	Ja	
DE0006916604	Pfeiffer Vacuum Technology AG, Alßar	105.039.873	Bar	Übernahmeangebot	Ja	22.02.2017	Ja	Ja	
DE0005141907	Smeg life ag, Leinfelden-Echterdingen	664.700.000	Bar	Delisting-Erwerbsangebot	Nein	13.02.2017	Nein	Ja	
DE0006916604	Pfeiffer Vacuum Technology AG, Alßar	23.811.690	Bar	Übernahmeangebot	Ja	22.12.2016	Nein	Ja	
DE0006208408	KAP-Beteiligungs-Aktiengesellschaft, Fulda	691.601.976	Bar	Übernahmeangebot	Ja	21.12.2016	Nein	Ja	
DE0006857506	GK SE, Nürnberg	5.371.422	Bar	Pflichtangebot	Nein	14.12.2016	Nein	Ja	
DE0000A1LQVW66	Oteon Film AG, München	9.376.574	Bar	Erwerbsangebot	Nein	05.12.2016	Nein	Ja	
DE0006294520	Wyshammer Holding AG, Berlin	9.748.000	Bar	Delisting-Erwerbsangebot	Ja	23.11.2016	Nein	Ja	
DE0000A1LQVW66	Wyshammer Holding AG, Berlin	9.748.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	21.11.2016	Nein	Ja	
DE0000A1LQVW66	Wyshammer Holding AG, Berlin	31.779.924	Bar	Übernahmeangebot	Ja	10.11.2016	Nein	Ja	
DE0000A1LQVW66	Wyshammer Holding AG, Berlin	774.331	Bar	Pflichtangebot	Ja	10.11.2016	Nein	Ja	
AT0000A02177	BBO - Biotek International AG, Österreich			Pflichtangebot	Ja	09.11.2016	Nein	Ja	
DE000A0D3134	Sachsennlich Aktiengesellschaft, Westchaut-Leppensdorf	1.178.500.000	Bar	Delisting-Erwerbsangebot	Ja	14.10.2016	Nein	Ja	
LU0750651900	Bras Monier Building Group S.A., Großherzogtum Luxemburg	683.272.946	Bar	Übernahmeangebot	Nein	26.09.2016	Nein	Ja	
DE0000A11338	SJM Solutions Group AG, Lübeck	691.507.770	Bar	Übernahmeangebot	Nein	29.07.2016	Nein	Ja	
DE0000A0WU56	AKTRON SE, Herzogenrat	318.606.925	Tausch	Übernahmeangebot	Nein	28.07.2016	Nein	Ja	
DE0000A0LH38	CHORUS Clean Energy AG, Neuburg	95.463.000	Bar	Übernahmeangebot	Nein	28.07.2016	Nein	Ja	
DE0000A0BHJ5	ISARVA Wohnbau AG, München	18.145.068	Bar	Übernahmeangebot	Ja	22.07.2016	Nein	Ja	
DE0000629407	KROMI Logistik AG, Hamburg	3.956.376.510	Bar	Übernahmeangebot	Nein	16.06.2016	Nein	Ja	
DE0000629407	KROMI Logistik AG, Hamburg	22.077.270.000	Tausch	Übernahmeangebot	Nein	16.06.2016	Nein	Ja	
DE0000629407	Deutsche Börse Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main	103.753.918	Bar	Übernahmeangebot	Nein	10.05.2016	Nein	Ja	
DE0000A04402	Clere AG, Bad Oeynhausen	1.115.956	Bar	Pflichtangebot	Ja	03.03.2016	Nein	Ja	
DE0000A0M063	REVALS CAPITAL AG, Hamburg	1.721.000	Bar	Pflichtangebot	Ja	02.03.2016	Nein	Ja	
DE0000A0M063	REVALS CAPITAL AG, Hamburg	6.521.774	Kombi	Übernahmeangebot	Ja	01.02.2016	Nein	Ja	
DE0000A04402	Clere AG, Bad Oeynhausen	10.017.926,369	Kombi	Übernahmeangebot	Nein	01.12.2015	Nein	Ja	
DE0000A0HNSC6	Deutsche Wohnen AG, Frankfurt am Main	99.407.113	Bar	Übernahmeangebot	Nein	01.12.2015	Nein	Ja	
DE0000629005	M.A.X. Automation AG, Düsseldorf			Pflichtangebot	Ja	28.10.2015	Nein	Ja	
DE0001163110	LEG Immobilien AG, Düsseldorf			Pflichtangebot	Ja	15.10.2015	Nein	Ja	
DE0000490601	SPOBAG Aktiengesellschaft, Düsseldorf	201.600	Bar	Pflichtangebot	Ja	14.10.2015	Nein	Ja	
DE0000A0M063	REVALS CAPITAL AG, Hamburg	166.307.263	Tausch	Übernahmeangebot	Ja	16.09.2015	Nein	Ja	
DE0000A0HNSC6	Deutsche Wohnen AG, Frankfurt am Main	117.076.050	Bar	Übernahmeangebot	Ja	04.09.2015	Nein	Ja	
DE00005104806	Fair Value RET-AG, München			Erwerbsangebot	Ja				
DE0000L0D5558	Powerland AG, Frankfurt am Main	3.497.891	Bar	Erwerbsangebot	Ja				

Sino-German Ecopark Handels- und Beratungs GmbH, München	DE0005801807	German Brokers AG, München	612.484	Bar	Übernahmeangebot	Ja	24.08.2013	Nein
alpha office IRET-AG, Hamburg	DE000P800E20	DO Deutsche Office AG, Köln	877.374.016	Tausch	Übernahmeangebot	Ja	21.08.2013	Nein
EWB Energy Baden-Württemberg AG, Karlsruhe	DE0007910001	ZEAG Energie AG, Heilbronn	6.062.475	Bar	Erwerbsangebot	Ja	17.08.2013	Nein
UVO Reparatur und Management SE, München	DE000A001A06	UVO Energie AG, Innessteden	6.062.475	Bar	Pflichtangebot	Ja	13.08.2013	Nein
UVO Energie AG, Innessteden	DE000A001A06	UVO Energie AG, Innessteden	6.062.475	Bar	Pflichtangebot	Ja	13.08.2013	Nein
Constare Ben BiCo AG, Frankfurt am Main	DE000A004H47	ESTER AG, Aktiengesellschaft, Berlin	366.230	Bar	Erwerbsangebot	Ja	09.03.2013	Nein
Constare Ben BiCo AG, Frankfurt am Main	DE000A004H47	ESTER AG, Aktiengesellschaft, Berlin	366.230	Bar	Pflichtangebot	Ja	09.03.2013	Nein
Arco Central Europe Holding Munich GmbH, Neu-Ulm	DE0000678727	DATA MODUL Aktiengesellschaft Produktion und Vertrieb von	2.401.255	Bar	Erwerbsangebot	Ja	23.02.2013	Nein
KB Holding GmbH, Grünwald	DE0000548900	VEOSH Aktiengesellschaft, Wendoh	96.970.005	Bar	Übernahmeangebot	Ja	11.02.2013	Nein
DMG MORI GmbH, Stuttgart	DE0007467107	DMG MORI SEH AKTIENGESELLSCHAFT, Bielefeld	4.621.451.990	Bar	Übernahmeangebot	Ja	11.02.2013	Nein
MVS Deutschland Holdings AG, Darmstadt	DE0005878003	MVS Deutschland Solutions AG, Bremen	1.603.000.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	11.02.2013	Nein
MVS Deutschland Holdings AG, Darmstadt	DE0005878003	MVS Deutschland Solutions AG, Bremen	1.603.000.000	Bar	Pflichtangebot	Ja	11.02.2013	Nein
Wüstenrot Wertbeteiligungs AG, Stuttgart	DE00004018E4	Wüstenrot Wertbeteiligungs AG, Stuttgart	31.850.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	27.01.2013	Nein
Wüstenrot Wertbeteiligungs AG, Stuttgart	DE00004018E4	Wüstenrot Wertbeteiligungs AG, Stuttgart	31.850.000	Bar	Pflichtangebot	Ja	27.01.2013	Nein
REG European Immobilien SE, Düsseldorf	DE00008405028	PETROTTEC AG, Borken-Berlo	7.588.296	Bar	Übernahmeangebot	Ja	19.01.2013	Nein
REG European Immobilien SE, Düsseldorf	DE00008405028	PETROTTEC AG, Borken-Berlo	7.588.296	Bar	Pflichtangebot	Ja	19.01.2013	Nein
Deutsche Anning Immobilien SE, Düsseldorf	DE000A0M1711	GAIPH SA, Großherzogtum Luxemburg	4.425.765.382	Kombi	Übernahmeangebot	Ja	19.12.2013	Nein
Deutsche Anning Immobilien SE, Düsseldorf	DE000A0M1711	GAIPH SA, Großherzogtum Luxemburg	4.425.765.382	Kombi	Pflichtangebot	Ja	19.12.2013	Nein
TCDS Betalife GmbH, Frankfurt am Main	DE000692728	HAWESKO Holding AG, Hamburg	253.300.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	21.11.2013	Nein
TCDS Betalife GmbH, Frankfurt am Main	DE000692728	HAWESKO Holding AG, Hamburg	253.300.000	Bar	Pflichtangebot	Ja	21.11.2013	Nein
Constare Ben BiCo AG, Frankfurt am Main	DE000A004H47	ESTER AG, Aktiengesellschaft, Berlin	2.065.667	Bar	Pflichtangebot	Ja	10.11.2013	Nein
Deutsche Balaton Aktiengesellschaft, Heidelberg	DE000A00A634	also solar Aktiengesellschaft (LL), Penzance	1.065.507	Bar	Erwerbsangebot	Ja	09.10.2013	Nein
SWARCO AG, Österreich	DE0007236309	Sweco Traffic-Holding AG, München	2.166.608	Bar	Erwerbsangebot	Ja	22.09.2013	Nein
BNP Paribas Beteiligungsholding AG (vormals Skylinehöhe 80, V V	DE0000507300	DAB Bank AG, München	434.866.595	Bar	Übernahmeangebot	Ja	15.09.2013	Nein
BNP Paribas Beteiligungsholding AG (vormals Skylinehöhe 80, V V	DE0000507300	DAB Bank AG, München	434.866.595	Bar	Pflichtangebot	Ja	15.09.2013	Nein
Sky German Holding GmbH, München	DE0000507300	Sky Deutschland AG, Unterfröhen	6.285.025.825	Bar	Übernahmeangebot	Ja	03.09.2013	Nein
Sky German Holding GmbH, München	DE0000507300	Sky Deutschland AG, Unterfröhen	6.285.025.825	Bar	Pflichtangebot	Ja	03.09.2013	Nein
Güsch Assessinvest Management Limited, British Virgin Islands	DE000A01P7C4	Hömsig Group AG, Schopfloh	32.230.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	21.08.2013	Ja
Güsch Assessinvest Management Limited, British Virgin Islands	DE000A01P7C4	Hömsig Group AG, Schopfloh	32.230.000	Bar	Pflichtangebot	Ja	21.08.2013	Ja
First Sensor AG, Berlin	DE0001203097	First Sensor AG, Berlin	3.275.011	Bar	Übernahmeangebot	Ja	19.08.2013	Nein
First Sensor AG, Berlin	DE0001203097	First Sensor AG, Berlin	3.275.011	Bar	Pflichtangebot	Ja	19.08.2013	Nein
Wafar International GmbH, München	DE0007216207	Schöng Aktiengesellschaft, Ascham	2.584.161	Bar	Übernahmeangebot	Ja	28.07.2013	Nein
Wafar International GmbH, München	DE0007216207	Schöng Aktiengesellschaft, Ascham	2.584.161	Bar	Pflichtangebot	Ja	28.07.2013	Nein
Financing Capital GmbH, München	DE0007803033	WMF AG, Geislingen an der Steige	252.902.446	Bar	Erwerbsangebot	Ja	21.07.2013	Nein
Financing Capital GmbH, München	DE0007803033	WMF AG, Geislingen an der Steige	252.902.446	Bar	Pflichtangebot	Ja	21.07.2013	Nein
Steinzeug Invest GmbH, Switserl	DE000A17ML13	Deutsche Steinzeug Cremer Breuer AG, Alfter-Witterschlick	2.945.666	Bar	Übernahmeangebot	Ja	14.07.2013	Nein
Steinzeug Invest GmbH, Switserl	DE000A17ML13	Deutsche Steinzeug Cremer Breuer AG, Alfter-Witterschlick	2.945.666	Bar	Pflichtangebot	Ja	14.07.2013	Nein
Aurea Software FZ-LLC, Vereinigte Arabische Emirate	AT0000747555	updates software AG, Österreich	41.523.432	Bar	Übernahmeangebot	Ja	10.07.2013	Nein
Aurea Software FZ-LLC, Vereinigte Arabische Emirate	AT0000747555	updates software AG, Österreich	41.523.432	Bar	Pflichtangebot	Ja	10.07.2013	Nein
E Funktionstechnik Holding AG, Ratingen	DE0000469107	EHLBRACHT Aktiengesellschaft, Enger	11.436.847	Bar	Übernahmeangebot	Ja	02.07.2013	Nein
E Funktionstechnik Holding AG, Ratingen	DE0000469107	EHLBRACHT Aktiengesellschaft, Enger	11.436.847	Bar	Pflichtangebot	Ja	02.07.2013	Nein
David L. Deck, Monaco	DE000A00WM04	Petra Systems AG, Düsseldorf	613.962	Bar	Pflichtangebot	Ja	23.06.2013	Nein
David L. Deck, Monaco	DE000A00WM04	Petra Systems AG, Düsseldorf	613.962	Bar	Übernahmeangebot	Nein	22.05.2013	Nein
Weidmüller Beteiligungsgesellschaft mbH, München	DE000A1PH8B5	R. STAHl Aktiengesellschaft, Vöhlenberg	313.563.200	Bar	Übernahmeangebot	Ja	20.05.2013	Nein
Weidmüller Beteiligungsgesellschaft mbH, München	DE000A1PH8B5	R. STAHl Aktiengesellschaft, Vöhlenberg	313.563.200	Bar	Pflichtangebot	Ja	20.05.2013	Nein
Anneleus Corporatebusiness AG, Bad Homburg v.d. Höhe	DE0006224520	IF2AO Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main	79.533.775	Bar	Übernahmeangebot	Ja	30.04.2013	Nein
Anneleus Corporatebusiness AG, Bad Homburg v.d. Höhe	DE0006224520	IF2AO Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main	79.533.775	Bar	Pflichtangebot	Ja	30.04.2013	Nein
ADLER Real Estate AG, Frankfurt am Main	DE00050000704	STAVIS AG, Berlin	66.075.386	Tausch	Übernahmeangebot	Ja	25.04.2013	Nein
ADLER Real Estate AG, Frankfurt am Main	DE00050000704	STAVIS AG, Berlin	66.075.386	Tausch	Pflichtangebot	Ja	25.04.2013	Nein
AC Cluster GmbH & Co. KG, Hamburg	DE0004161920	AC Cluster GmbH & Co. KG, Frankfurt am Main	707.637	Bar	Erwerbsangebot	Ja	17.03.2013	Nein
AC Cluster GmbH & Co. KG, Hamburg	DE0004161920	AC Cluster GmbH & Co. KG, Frankfurt am Main	707.637	Bar	Pflichtangebot	Ja	17.03.2013	Nein
Dragonfly GmbH & Co. KGAA, Frankfurt am Main	DE0007241424	Innesse Aktiengesellschaft, Tübingen	2.695.520	Bar	Übernahmeangebot	Ja	05.03.2013	Nein
Dragonfly GmbH & Co. KGAA, Frankfurt am Main	DE0007241424	Innesse Aktiengesellschaft, Tübingen	2.695.520	Bar	Pflichtangebot	Ja	05.03.2013	Nein
Güsch Assessinvest Management Limited, British Virgin Islands	DE000A17C1E3	Parma Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main	1.137.019.735	Bar	Übernahmeangebot	Ja	28.02.2013	Ja
Güsch Assessinvest Management Limited, British Virgin Islands	DE000A17C1E3	Parma Aktiengesellschaft, Frankfurt am Main	1.137.019.735	Bar	Pflichtangebot	Ja	28.02.2013	Ja
Alsterhöhe 1, V V AG, Bonn (Künftig: MACQUET Medical Systems AG	DE0005487904	PULSION MedicalSystems SE, Feilkirchen	133.784.777	Bar	Übernahmeangebot	Ja	14.01.2013	Ja
Alsterhöhe 1, V V AG, Bonn (Künftig: MACQUET Medical Systems AG	DE0005487904	PULSION MedicalSystems SE, Feilkirchen	133.784.777	Bar	Pflichtangebot	Ja	14.01.2013	Ja
Edge Holding GmbH, Frankfurt am Main	DE0006913403	P&I Personal & Informatik Aktiengesellschaft, Wiesbaden	31.381.750	Bar	Übernahmeangebot	Ja	18.12.2013	Nein
Edge Holding GmbH, Frankfurt am Main	DE0006913403	P&I Personal & Informatik Aktiengesellschaft, Wiesbaden	31.381.750	Bar	Pflichtangebot	Ja	18.12.2013	Nein
Dragonfly GmbH & Co. KGAA, Frankfurt am Main	DE0006798008	Celesto AG, Stuttgart	4.706.918.580	Bar	Übernahmeangebot	Nein	05.12.2013	Nein
Dragonfly GmbH & Co. KGAA, Frankfurt am Main	DE0006798008	Celesto AG, Stuttgart	4.706.918.580	Bar	Pflichtangebot	Nein	05.12.2013	Nein
AVIC International Engineering Holdings Pte. Ltd., Singapur	DE0000916406	KHD Humboldt Wedag International AG, Köln	256.500.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	21.11.2013	Nein
AVIC International Engineering Holdings Pte. Ltd., Singapur	DE0000916406	KHD Humboldt Wedag International AG, Köln	256.500.000	Bar	Pflichtangebot	Ja	21.11.2013	Nein
CANCOM SE, München	DE0005156004	PHONET NDA Aktiengesellschaft, Köln	54.596.169	Bar	Übernahmeangebot	Ja	18.11.2013	Nein
CANCOM SE, München	DE0005156004	PHONET NDA Aktiengesellschaft, Köln	54.596.169	Bar	Pflichtangebot	Ja	18.11.2013	Nein
Goldin Fund Pte. Ltd., Republik Singapur	DE000A00ML08	Gigaset AG, München	54.380.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	13.11.2013	Nein
Goldin Fund Pte. Ltd., Republik Singapur	DE000A00ML08	Gigaset AG, München	54.380.000	Bar	Pflichtangebot	Ja	13.11.2013	Nein
Endress+Hauser (Deutschland) AG-Co.IG, Weil am Rhein	DE0005135008	Analyskern AG, Jena	1.698.369.203	Bar	Übernahmeangebot	Ja	06.11.2013	Nein
Endress+Hauser (Deutschland) AG-Co.IG, Weil am Rhein	DE0005135008	Analyskern AG, Jena	1.698.369.203	Bar	Pflichtangebot	Ja	06.11.2013	Nein
Deutsche Medien Aktiengesellschaft V, Heidelberg	DE000A018E54	Deutsche Medien Aktiengesellschaft V, Heidelberg	95.020.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	31.10.2013	Nein
Deutsche Medien Aktiengesellschaft V, Heidelberg	DE000A018E54	Deutsche Medien Aktiengesellschaft V, Heidelberg	95.020.000	Bar	Pflichtangebot	Ja	31.10.2013	Nein
Bucher Beteiligungsgesellschaft AG, Klettgau	DE0006128565	GNV AG, Lugersburg	1.933.088.716	Tausch	Übernahmeangebot	Ja	02.10.2013	Nein
Bucher Beteiligungsgesellschaft AG, Klettgau	DE0006128565	GNV AG, Lugersburg	1.933.088.716	Tausch	Pflichtangebot	Ja	02.10.2013	Nein
ADCURAM Fertigungsnetze Holding AG, München	DE0006270010	Blon-Zenker AG, Schlüchtern	15.880.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	30.09.2013	Nein
ADCURAM Fertigungsnetze Holding AG, München	DE0006270010	Blon-Zenker AG, Schlüchtern	15.880.000	Bar	Pflichtangebot	Ja	30.09.2013	Nein
Stellar-Flexion GmbH, Höhr-Grenzhausen	DE0006770000	Norddeutsche Steingut Aktiengesellschaft, Bremen	34.120.054	Bar	Erwerbsangebot	Ja	23.08.2013	Nein
Stellar-Flexion GmbH, Höhr-Grenzhausen	DE0006770000	Norddeutsche Steingut Aktiengesellschaft, Bremen	34.120.054	Bar	Pflichtangebot	Ja	23.08.2013	Nein
Vodafone Vierte Verwaltungsgesellschaft mbH, Düsseldorf	DE0000688880	Kabel Deutschland Holding AG, Unterfröhen	7.701.495.693	Bar	Übernahmeangebot	Ja	30.07.2013	Ja
Vodafone Vierte Verwaltungsgesellschaft mbH, Düsseldorf	DE0000688880	Kabel Deutschland Holding AG, Unterfröhen	7.701.495.693	Bar	Pflichtangebot	Ja	30.07.2013	Ja
grosso holding Gesellschaft mbH, Österreich	AT00004039W5	S&T AG, Österreich	22.509.184	Bar	Pflichtangebot	Ja	18.07.2013	Nein
grosso holding Gesellschaft mbH, Österreich	AT00004039W5	S&T AG, Österreich	22.509.184	Bar	Übernahmeangebot	Ja	18.07.2013	Nein
abundance Beteiligungsg AG, Köln	DE0005117006	primion Technology AG, Setten am kalten Markt	2.463.639	Bar	Erwerbsangebot	Ja	17.06.2013	Nein
abundance Beteiligungsg AG, Köln	DE0005117006	primion Technology AG, Setten am kalten Markt	2.463.639	Bar	Pflichtangebot	Ja	17.06.2013	Nein
Azkoysen, S.A., Spanien	DE0000716008	RWL Solar AG, Hamburg	127.500	Bar	Übernahmeangebot	Ja	02.05.2013	Nein
Azkoysen, S.A., Spanien	DE0000716008	RWL Solar AG, Hamburg	127.500	Bar	Pflichtangebot	Ja	02.05.2013	Nein
REWE Markt GmbH, Malaysia	BL131310	WSSGU Produktions Handels AG, Pirmasens	68.400.000	Bar	Übernahmeangebot	Ja	11.04.2013	Nein
REWE Markt GmbH, Malaysia	BL131310	WSSGU Produktions Handels AG, Pirmasens	68.400.000	Bar	Pflichtangebot	Ja	11.04.2013	Nein
BL131310 GmbH (Künftig: SBE Kapital GmbH), Bergkamen	DE0001262186	Adler Medienwerke AG, Heibach	510.289	Bar	Übernahmeangebot	Ja	11.04.2013	Nein
BL131310 GmbH (Künftig: SBE Kapital GmbH), Bergkamen	DE0001262186	Adler Medienwerke AG, Heibach	510.289	Bar	Pflichtangebot	Ja	11.04.2013	Nein
Global Eagle Entertainment GmbH (Künftig: Tirmeneer unter Blitz FZ	DE0005801807	Advanced Inflight Alliance AG, München	11.766.739	Bar	Übernahmeangebot	Ja	06.02.2013	Nein
Global Eagle Entertainment GmbH (Künftig: Tirmeneer unter Blitz FZ	DE0005801807	Advanced Inflight Alliance AG, München	11.766.739	Bar	Pflichtangebot	Ja	06.02.2013	Nein
David L. Deck, Monaco, Gilbert-Schoon, Dubai	DE0005240769	German Brokers AG, München	510.289	Bar	Übernahmeangebot	Ja	21.01.2013	Nein
David L. Deck, Monaco, Gilbert-Schoon, Dubai	DE0005240769	German Brokers AG, München	510.289	Bar	Pflichtangebot	Ja	21.01.2013	Nein
Korean Deutschland AG, Mannheim	DE0005240769	Curatum AG, München	99.032.036	Bar	Übernahmeangebot	Ja	21.01.2013	Nein
Korean Deutschland AG, Mannheim	DE0005240769	Curatum AG, München	99.032.036	Bar	Pflichtangebot	Ja	21.01.2013	Nein

Literaturverzeichnis

- Altmeyden, Holger (Unternehmensverträge, 2015): § 291, in: Goette, Wulf, Habersack, Mathias (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz - §§ 278 - 328, SpruchG, ÖGesAusG, Österreichisches Konzernrecht, 4. Aufl., München: Beck; Vahlen, S. 273-367
- Angerer, Lutz; Geibel, Stephan; Süßmann, Rainer (Hrsg.) (WpÜG, 2017): WpÜG Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar, 3. Aufl., München: Beck, 2017
- BaFin (Jahresbericht, 2017): Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2016, 2017
- Balz, Ulrich; Arlinghaus, Olaf (M&A, 2013): Praxisbuch Mergers & Acquisitions - Von der strategischen Überlegung zur erfolgreichen Integration, 4. Aufl., Landsberg: mi-verlag, 2013
- Baums, Theodor; Thoma, Georg F.; Verse, Dirk A. (Hrsg.) (2017): WpÜG - Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Bd. 2, 12. Aufl., Köln: RWS, 2017
- Bayer, Walter; Hoffman, Thomas (Konzernsteuerung, 2006): Steuerliche Organschaft und Konzernsteuerung durch Unternehmensverträge nach §§ 291, 292 AktG, in: AG (2006), Nr. 21, S. R488-R489
- Beisel, Wilhelm (Anteilsverkauf, 2016): § 4 Der Kaufgegenstand beim Unternehmenskauf; § 14 Anteilsverkauf über die Börse, in: Beisel, Wilhelm, Klumpp, Hans-Hermann (Hrsg.), Der Unternehmenskauf - Gesamtdarstellung der zivil- und steuerrechtlichen Vorgänge, 7. Aufl., München: Beck, Rn. 1-56
- Beisel, Wilhelm; Klumpp, Hans-Hermann (Hrsg.) (Unternehmenskauf, 2016): Der Unternehmenskauf - Gesamtdarstellung der zivil- und steuerrechtlichen Vorgänge, 7. Aufl., München: Beck, 2016
- Bieg, Hartmut; Kußmaul, Heinz; Waschbusch, Gerd (Finanzierung2, 2016): Finanzierung, 3. Aufl., München: Vahlen, 2016
- Bottoli, Roberto (Marktunabhängigkeit, 2017): Merger Arbitrage bietet systematische Erträge - unabhängig vom Markt, in: BZ (2017), Nr. 60, S. 14

- Briand, Remy; Nielsen, Frank; Stefek, Dan (Premia-Portfolio, 2009): Portfolio of Risk Premia: A New Approach to Diversification, MSCI Barra, 2009
- Buck-Heeb, Petra (Kapitalmarktrecht, 2016): Kapitalmarktrecht, 8. Aufl., Heidelberg: C.F. Müller, 2016
- Buffett, Warren Edward (Letter, 1988): Annual Report 1988 - Chairman's Letter, Berkshire Hathaway, 1988
- Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.) (WpÜG-Entwurf, 2001): BT Drucksache 14/7034 Gesetzentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen, Köln: Bundesanzeiger, 2001
- Bundesministerium der Justiz (Hrsg.) (Spruchverfahrensneuordnungsgesetz, 2003): BT Drucksache 15/371 Gesetzesentwurf der Bundesregierung - Entwurf eines Gesetzes zur Neuordnung des gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahrens (Spruchverfahrensneuordnungsgesetz), Köln: Bundesanzeiger, 2003
- Bungert, Hartin; Wettich, Carsten (Referenzzeitraum, 2010): Vorgaben aus Karlsruhe zum Referenzzeitraum des Börsenwerts für die Abfindung bei Strukturmaßnahmen - Zugleich Besprechung des BGH-Beschlusses v. 19.7.2010 – II ZB 18/09 „Stollwerck“, in: BB (2010), Nr. 37, S. 2227–2232
- Celesio Holdings Deutschland GmbH & Co. KGaA (BGAV, 2014): Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, Stuttgart, 2014
- D'Avolio, Gene (Borrowing, 2002): The market for borrowing stock, in: JFE, 66 (2002), Nr. 2-3, S. 271–306
- Decher, Christian E. (Barabfindung¹, 2007): Börsenkurs sollte für Barabfindungen entscheidend sein, in: BZ (2007), 170, S. 2
- Dreier, Peter (SpruchG, 2016): Einleitung; § 1 SpruchG, in: Dreier, Peter, Fritzsche, Michael, Verfürth, Ludger C. (Hrsg.), SpruchG - Spruchverfahrensgesetz : Kommentar, 2. Aufl., Berlin: Erich Schmidt, S. 12-132
- Dreier, Peter; Fritzsche, Michael; Verfürth, Ludger C. (Hrsg.) (Spruchverfahrensgesetz, 2016): SpruchG - Spruchverfahrensgesetz : Kommentar, 2. Aufl., Berlin: Erich Schmidt, 2016

- Drukarczyk, Jochen; Lobe, Sebastian (Finanzierung1, 2015): Finanzierung, 11. Aufl., Konstanz: UVK, 2015
- Eickeler, R. (Squeeze-Out5, 2003): Börse: Beim Squeeze out ist die angebotene Barabfindung oft zu niedrig - In den meisten Fällen wird ein kräftiger Nachschlag gezahlt, wenn Kleinaktionäre klagen, in: VDI (2003), Nr. 45, S. 28
- Elstrand, Silvia; Weber, Martin (Tender, 2006): Why Do Shareholders Tender? Shareholder Reactions to Tender Offers: Evidence from Germany, Universität Mannheim, 2006
- Emmerich, Volker (Ausgleich1, 2016): §304, § 305, in: Emmerich, Volker, Habersack, Mathias, Schürnbrand, Jan (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht Kommentar, 8. Aufl., München: Beck, S. 430-514
- Emmerich, Volker; Habersack, Mathias; Schürnbrand, Jan (Hrsg.) (Aktien-/Konzernrecht, 2016): Aktien- und GmbH-Konzernrecht Kommentar, 8. Aufl., München: Beck, 2016
- Finanzausschuss (Hrsg.) (Beschlussempfehlung, 2015): BT Drucksache 18/6220 Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) - zu dem Gesetzentwurf der Bundesregierung - Drucksachen 18/5010, 18/5272, 18/5458 Nr. 1 - Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie, Köln: Bundesanzeiger, 2015
- Frank, Robert; Muxfeld, Dennis; Galle, Daniel (Verrentungszinssatz, 2016): Der Verrentungszinssatz zur Ermittlung des angemessenen Ausgleichs von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, in: CF (2016), Nr. 12, S. 446-455
- Fünger, Bernhard; Lenders, Jürgen (Renditechancen, 2016): Renditechancen durch Übernahmethemen - Fokus auf Unternehmen in "special situations" bewirkt attraktives Rendite-Risiko-Profil, in: BZ (2016), Nr. 92, S. B9
- Gärtner, Olaf; Handke, Björn (Squeeze-Out1, 2015): Kein Squeeze-Out ohne Gerichtsverfahren - Auf fast jede Strukturmaßnahme folgt eine Auseinandersetzung vor Gericht - Solide Vorbereitung macht Risiken beherrschbar, in: BZ (2015), Nr. 165, S. 2

- Gehling, Christian (Börsenkurs, 2017): § 13 Bedeutung des Börsenkurses im Aktienrecht - VI. Abweichen des Verkehrswerts vom Börsenkurs/Marktinge, in: Marsch-Barner, Reinhard, Schäfer, Frank A. (Hrsg.), Handbuch börsennotierte AG - Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Köln: Dr. Otto Schmidt, Rn. 13.77-13.85
- Goette, Wulf; Habersack, Mathias (Hrsg.) (SpruchG, 2015): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz - §§ 278 - 328, SpruchG, ÖGesAusG, Österreichisches Konzernrecht, Bd. 5, 4. Aufl., München: Beck; Vahlen, 2015
- Goette, Wulf; Habersack, Mathias (Hrsg.) (Münchener, 2017): Münchener Kommentar zum Aktiengesetz - §§ 329-410 WpÜG, Österreichisches Übernahmerecht, Bd. 6, 4. Aufl., 2017
- Göthel, Stephan R. (Hrsg.) (2015): Grenzüberschreitende M&A-Transaktionen - Unternehmenskäufe, Umstrukturierungen, Joint Ventures, SE, 4. Aufl., Köln: RWS, 2015
- Göthel, Stephan R. (Rechtsstellung, 2015): Einleitung, in: Göthel, Stephan R. (Hrsg.), Grenzüberschreitende M&A-Transaktionen - Unternehmenskäufe, Umstrukturierungen, Joint Ventures, SE, 4. Aufl., Köln: RWS, S. 3-14
- Grossman, Sanford J.; Hart, Oliver D. (Free-Rider, 1980): Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, in: The Bell Journal of Economics, 11 (1980), Nr. 1, S. 42-64
- Habersack, Mathias (Barabfindung2, 2016): § 327a AktG, in: Emmerich, Volker, Habersack, Mathias, Schürnbrand, Jan (Hrsg.), Aktien- und GmbH-Konzernrecht Kommentar, 8. Aufl., München: Beck, S. 859-914
- Hecker, Mario (Gegenleistung1, 2017): § 38, in: Baums, Theodor, Thoma, Georg F., Verse, Dirk A. (Hrsg.), WpÜG - Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 12. Aufl., Köln: RWS, S. 1-24
- Heidel, Thomas (Hrsg.) (Aktienrecht, 2014): Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Baden-Baden: Nomos, 2014
- Henselmann, Klaus; Munkert, Michael J.; Winkler, Nadine; Schrenker, Claudia (Spruchverfahrenstatistik, 2013): 20 Jahre Spruchverfahren - Empirische Ergebnisse zur Abfindungserhöhung in Abhängigkeit vom Antragsteller und von den Bewertungssubjekten, in: WPg, 66 (2013), Nr. 24, S. 1153-1212

- Hilpold, Claus; Kaiser, Dieter G. (Anlagetechniken, 2013): Alternative Investment-Strategien - Einblick in die Anlagetechniken der Hedgefonds-Manager, 2. Aufl., Weinheim: Wiley-VCH, 2013
- Hindelang, Martin; Schindler, Claudia (Wertpapierdarlehen, 2016): Praxishandbuch Repos und Wertpapierdarlehen, 1. Aufl., Berlin, Heidelberg: Gabler, 2016
- Holzapfel, Hans-Joachim; Pöllath, Reinhard (Unternehmenskauf2, 2010): Unternehmenskauf in Recht und Praxis - Rechtliche und steuerliche Aspekte, 14. Aufl., Köln: RWS, 2010
- Hüffer, Uwe; Koch, Jens (Hrsg.) (Aktiengesetz, 2016): Aktiengesetz [Kommentar], 12. Aufl., München: Beck, 2016
- Hull, John C. (Derivate, 2015): Optionen, Futures und andere Derivate, 9. Aufl., Hallbergmoos: Pearson, 2015
- Jacobs, Bruce I.; Levy, Kenneth N. (Hrsg.) (Marktneutral, 2005): Market Neutral Strategies, Bd. 112, 1. Aufl., Hoboken, New Jersey: Wiley, 2005
- Jiang, Wei; Li, Tao; Danqing, Mei. (Jawboning, 2018): Influencing Control: Jawboning in Risk Arbitrage, in: JoF, 56 (2018), Nr. 73, S. 2635–2675
- Jorion, Philippe (Risikomanagement, 2008): Risk Management for Event-Driven Funds, in: FAJ, 64 (2008), Nr. 1, S. 61-73
- Kames, Christian (Hedgefonds-Wetten, 2013): Hedgefonds-Wetten auf höhere Abfindungen werden nach wie vor gefördert, in: BZ (2013), Nr. 185, S. 4
- Kirchner, Jörg; Leyendecker, Benjamin (Domination Trade, 2017): Übertnahmen als Spielwiese für Hedgefonds - Domination Trade setzt Abschluss von Gewinnabführungsvertrag voraus - Nutzen der Aktienleihe: Transaktionen werden zur Zitterpartie, in: BZ (2017), Nr. 217, S. 9
- Kirchner, Thomas (Arbitrage2, 2016): Merger Arbitrage - How to Profit from Global Event-Driven Arbitrage, 2. Aufl., Hoboken, New Jersey: Wiley, 2016
- Klepsch, Oliver (Delisting, 2016): Delisting - Börsengesetz: Abfindungsangebot als Voraussetzung, in: BaFin Journal (2016), 1, S. 23–25

- Klingebiel, Jörg; Patt, Joachim; Rasche, Ralf; Krause, Torsten (Umwandlungssteuerrecht, 2016): Umwandlungssteuerrecht, 4. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2016
- Koppensteiner, Hans-Georg (AktG, 2004): § 291-328 AktG, in: Zöllner, Wolfgang (Hrsg.), Kölner Kommentar zum Aktiengesetz - §§ 15-22 AktG ; §§ 291-328 AktG und Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG, SpruchG, 3. Aufl., Köln: Heymanns, S. 1-583
- Kossmann, Alfred (Freeze-Out, 1999): Ausschluß („Freeze-out“) von Aktionären gegen Barabfindung, in: NZG (1999), Nr. 24, S. 1198–2003
- Krause, Hartmut (Übernahmerecht², 2002): Das neue Übernahmerecht, in: NJW (2002), Nr. 10, S. 705–776
- Krause, Hartmut (Finanzinvestoren, 2007): Deutsches Recht macht Hedgefonds das Leben leicht - Einfluss der Finanzinvestoren auf den Erfolg von Übernahmeangeboten beträchtlich - Annahmeschwellen sinken, in: BZ (2007), Nr. 41, S. 2
- Krause, Hartmut (Angebotsverlauf, 2017): Blindflug mit Übernahmeangeboten - Entscheidungen über die Änderungen von Offerten unter Druck - Arbitrageure, Online-Broker und ETF als Herausforderungen, in: BZ (2017), Nr. 144, S. 9
- Kruschwitz, Lutz; Husmann, Sven (Finanzierung³, 2012): Finanzierung und Investition, 7. Aufl., München: Oldenbourg, 2012
- Langenbacher, Katja (Aktienrecht, 2018): Aktien- und Kapitalmarktrecht - Juristische Kurz-Lehrbücher, 4. Aufl., München: Beck, 2018
- Larose, Daniel; Larose, Chantal (Mining, 2015): Data Mining and Predictive Analytics. 2. Aufl., Hoboken: Wiley, 2015.
- Lauer, Markus; Brandt, Julius (Tauschangebote, 2017): Mit Aktien bezahlen - Tauschangebote bei öffentlichen Übernahmen etablieren sich zunehmend - Vorbereitung entscheidet über den Erfolg, in: BZ (2017), 222, B4
- Lindemann, Peter (Festgeldersatz, 2017): Garantiedividenden - Festgeld- Ersatz mit Pfiff, in: Focus-Money (2017), Nr. 11
- Lucks, Kai; Meckl, Reinhard (M&A, 2015): Internationale Mergers & Acquisitions - Der prozessorientierte Ansatz, 2. Aufl., Berlin, Heidelberg: Gabler, 2015

- Marsch-Barner, Reinhard (Gegenleistung², 2017): § 31 WpÜG, in: Baums, Theodor, Thoma, Georg F., Verse, Dirk A. (Hrsg.), WpÜG - Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 12. Aufl., Köln: RWS, S. 1-52
- Marsch-Barner, Reinhard; Schäfer, Frank A. (Hrsg.) (Aktien-/Kapitalmarktrecht, 2017): Handbuch börsennotierte AG - Aktien- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Köln: Dr. Otto Schmidt, 2017
- McDermott, Ian; Mulcahy, Mark (Arbitrage⁶, 2017): Merger Arbitrage in Germany, in: JFIA, 6 (2017), Nr. 2, S. 29-44
- McKesson Corporation (Angebotsunterlage², 2013): Angebotsunterlage Celesio AG - Freiwilliges Öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot), 2013
- McKesson Corporation (Angebotsunterlage³, 2014): Angebotsunterlage Celesio AG - Freiwilliges Öffentliches Übernahmeangebot (Barangebot), 2014
- Mitchell, Mark; Pulvino, Todd C. (Arbitrage¹, 2001): Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage, in: JoF, 56 (2001), Nr. 6, S. 2135-2175
- Mühlhäuser, Felix; Stoll, Heiko (Wertpapierdarlehensbesteuerung, 2002): Besteuerung von Wertpapierdarlehens- und Wertpapierpensionsgeschäften, in: DStR (2002), Nr. 38, S. 1597-1602
- Nestler, Anke; Santelmann, Matthias (Gegenleistung³, 2013): § 31 WpÜG, in: Steinmeyer, Roland (Hrsg.), WpÜG - Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar, 3. Aufl., Berlin: Beck, S. 590-641
- Niewiarra, Manfred (Unternehmenskauf¹, 2006): Unternehmenskauf, 3. Aufl., Berlin: BWV, 2006
- Och, Daniel S.; Pulvino, Todd C. (Arbitrage⁴, 2005): Merger Arbitrage, in: Jacobs, Bruce I., Levy, Kenneth N. (Hrsg.), Market Neutral Strategies, 1. Aufl., Hoboken, New Jersey: Wiley, S. 107-154
- Pedersen, Lasse Heje (Arbitrage³, 2015): Efficiently Inefficient - How Smart Money Invests & Market Prices Are Determined, 1. Aufl., New Jersey: Princeton University Press, 2015
- Popp, Matthias (Ausgleich², 2008): Fester Ausgleich bei Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsverträgen, in: WPg, 61 (2008), Nr. 1, S. 23-35

- Prodinge, Inken (Squeeze-Out4, 2007): Am liebsten frisch gepresst - Unternehmenskäufer müssen im Zuge des Squeeze-out oft nachbessern - Jahrelange Prozedur - Übernahmerechtliche Variante fällt durch den Praxistest, in: Börsen-Zeitung (2007), Nr. 34, S. 11
- Puzskajler, Karl Peter; Sekera-Terplan, Tino (Spruchverfahrensreform, 2015): Reform des Spruchverfahrens?, in: NZG (2015), Nr. 27, S. 1055–1063
- Rappaport, Alfred; Sirower, Mark L. (Trade-Offs, 1999): Stock or Cash?: The Trade-Offs for Buyers and Sellers in Mergers and Acquisitions, in: HBR (1999), Nr. 6
- Reiner, Günter; Geuter, Tanja (Anteilstausch, 2006): Anteilstausch als Mittel oder Folge von Unternehmensübernahmen: Gestaltungsmodelle im Überblick, in: JA (2006), Nr. 7, S. 543-549
- Rullkötter, Stefan (Squeeze-Out3, 2015): Frisch herausgepresst - Squeeze-outs» In Deutschland ist es leicht, Kleinaktionäre aus börsennotierten Firmen zu drängen. Wie sich betroffene Anleger gegen einen Zwangsrauswurf und dessen Folgen wehren können, in: Euro am Sonntag (2015), Nr. 35, S. 76
- Sagasser, Bernd (Unternehmenskonzentration, 2017): § 8. Beweggründe für eine Verschmelzung, in: Sagasser, Bernd, Bula, Thomas, Brünger, Thomas R. (Hrsg.), Umwandlungen - Verschmelzung, Spaltung, Formwechsel, Vermögensübertragung, 5. Aufl., München: Beck, Rn. 1-26
- Sagasser, Bernd; Bula, Thomas; Brünger, Thomas R. (Hrsg.) (Umwandlungen, 2017): Umwandlungen - Verschmelzung, Spaltung, Formwechsel, Vermögensübertragung, 5. Aufl., München: Beck, 2017
- Sagasser, Bernd; Luke, Antje (Umwandlungsrecht, 2017): § 3 Ziele des Umwandlungsrechts, in: Sagasser, Bernd, Bula, Thomas, Brünger, Thomas R. (Hrsg.), Umwandlungen - Verschmelzung, Spaltung, Formwechsel, Vermögensübertragung, 5. Aufl., München: Beck, S. 47-69
- Santelmann, Matthias (Sell out, 2010): 7. Sell out, in: Santelmann, Matthias, Hoppe, Matthias, Suerbaum, Andreas, Bukowski, Michael (Hrsg.), Squeeze out - Handbuch für die Praxis, 1. Auflage, Berlin: Erich Schmidt, S. 265-271
- Santelmann, Matthias (Ausschluss, 2013): § 39a, in: Steinmeyer, Roland (Hrsg.), WpÜG - Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar, 3. Aufl., Berlin: Beck, S. 863-885

- Santelmann, Matthias; Hoppe, Matthias (Squeeze-Out2, 2010): 1. Grundlagen; 3. Der übernahmerechtliche Squeeze out, in: Santelmann, Matthias, Hoppe, Matthias, Suerbaum, Andreas, Bukowski, Michael (Hrsg.), Squeeze out - Handbuch für die Praxis, 1. Auflage, Berlin: Erich Schmidt, S. 25-39; S. 127-172
- Santelmann, Matthias; Hoppe, Matthias; Suerbaum, Andreas; Bukowski, Michael (Hrsg.) (Squeeze Out, 2010): Squeeze out - Handbuch für die Praxis, 1. Auflage, Berlin: Erich Schmidt, 2010
- Scheffler, Wolfram (Kapitalgesellschaftserwerb, 2014): Erwerb einer Kapitalgesellschaft - Einfluss der Erfolgszuordnung auf die Entscheidung zwischen share deal und asset deal, in: BFuP (2014), Nr. 1, S. 31–50
- Schubert, Theo (Prüfungsbericht, 2014): § 293e AktG, in: Heidel, Thomas (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., Baden-Baden: Nomos, S. 1668-1688
- Schumacher, Peter (Organschaft, 2016): Die Organschaft im Steuerrecht - mit Fallbeispielen, 3. Aufl., Berlin: Erich Schmidt, 2016
- Selzner, Harald (Activism, 2014): Shareholder Activism 2.0 - Deutschland gerät zunehmend in den Fokus - Institutionelle Investoren erwarten höhere Standards - Transaktionskrimi Celesio, in: BZ (2014), Nr. 89, S. 9
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (Acquisitions, 2003): Stock Market Driven Acquisitions, in: JoFE, 70 (2003), Nr. 3, S. 295–311
- Steinhardt, Florian; Nestler, Anke (WpÜG2, 2013): § 11 WpÜG, in: Steinmeyer, Roland (Hrsg.), WpÜG - Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar, 3. Aufl., Berlin: Beck, S. 249–290
- Steinmeyer, Roland (Hrsg.) (2013): WpÜG - Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar, 3. Aufl., Berlin: Beck, 2013
- Stowell, David P. (Arbitrage5, 2012): Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity, 2. Aufl., Waltham, Oxford: Elsevier, 2012
- Thun, Andreas (Angebotsgrundlagen, 2017): §§ 21, 23 WpÜG, in: Angerer, Lutz, Geibel, Stephan, Süßmann, Rainer (Hrsg.), WpÜG Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar, 3. Aufl., München: Beck

- TLG Immobilien AG (Angebotsunterlage1, 2017): Angebotsunterlage WCM AG - Freiwilliges Öffentliches Übernahmeangebot (Tauschangebot), 2017
- Wackerbarth, Ulrich (WpÜG1, 2017): §§ 10, 13, 23, 29, 31, 32 WpÜG, in: Goette, Wulf, Habersack, Mathias (Hrsg.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz - §§ 329-410 WpÜG, Österreichisches Übernahmerecht, 4. Aufl., S. 357-711
- Wadewitz, Sabine (Abfindung, 2017): Stada-Anteilseigner setzen auf höhere Dosis - Aktienkurs steigt deutlich über Abfindungsangebot - Tücken des deutschen Minderheitenschutzes, in: BZ (2017), Nr. 245, S. 7
- Weber, Thomas (Investmentstrategien, 2004): Das Einmaleins der Hedge Funds - Eine Einführung für Praktiker in hoch entwickelte Investmentstrategien, 2. Aufl., Frankfurt am Main: Campus, 2004
- Weimann, Martin (Spruchverfahren, 2015): Spruchverfahren nach Squeeze-Out, 1. Auflage, Berlin: De Gruyter, 2015
- Zirngibl, Nikolas (Übernahmerecht1, 2017): Einführung in das Übernahmerecht, in: Angerer, Lutz, Geibel, Stephan, Süßmann, Rainer (Hrsg.), WpÜG Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar, 3. Aufl., München: Beck, Rn. 1-9
- Zöllner, Wolfgang (Hrsg.) (2004): Kölner Kommentar zum Aktiengesetz - §§ 15-22 AktG ; §§ 291-328 AktG und Meldepflichten nach §§ 21 ff. WpHG, SpruchG, Bd. 6, 3. Aufl., Köln: Heymanns, 2004

Internetquellen

- Arnim, Matthias von (Fonds, 2008): Die Grenzen der Fondsmanager, <http://www.handelsblatt.com/finanzen/anlagestrategie/fonds-etf/fonds-wissen-die-grenzen-der-fondsmanager/3008462.html> (21.08.2008) (Zugriff 17.03.2018)
- BaFin (Angebotsunterlagen, 2018): Veröffentlichte Angebotsunterlagen (§ 14 WpÜG), https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Liste/WPUeG/li_angebotsunterlagen_wpueg_14.html (04.04.2018) (Zugriff 09.04.2018)
- BaFin (Mindestpreise, 2018): Mindestpreise, https://www.bafin.de/SharedDocs/Standardartikel/DE/Datenbanken/db_Mindestpreise.html (03.01.2018) (Zugriff 30.03.2018)
- BaFin (Angebotsverfahren, 2018): Unternehmensübernahmen und Delisting, https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Unternehmensuebernahmen/unternehmensuebernahmen_node.html (16.01.2018) (Zugriff 30.03.2018)
- Bundesministerium der Justiz und für Verbraucherschutz (Hrsg.) (2018): Bundesanzeiger, <https://www.bundesanzeiger.de/ebanzwww/wexsservlet>
- Campbell, R. Harvey (CAR, 2011): Investing Essentials - Cumulative abnormal return (CAR), <https://www.nasdaq.com/investing/glossary/c/cumulative-abnormal-return> (Zugriff 30.03.2018)
- Deutsche Bundesbank (Basiszinssatz, 2018): Basiszinssatz nach § 247 BGB, <https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Standardartikel/Bundesbank/Zinssaetze/basiszinssatz.html> (01.01.2018) (Zugriff 31.01.2018)
- Göpfert, Angela (Garantiedividende, 2017): Garantierte Dividende: Beherrschte Aktien bevorzugt, <https://boerse.ard.de/aktien/beherrschte-aktien-bevorzugt-100.html> (20.12.2017) (Zugriff 31.03.2018)
- Hoy, Sarah; Schreiter, Maximilian; Schwetzler, Bernhard (Übernahmestatistik, 2017): German Takeover Report 2017, <http://www.value-trust.com/de/nachrichten.html> (Zugriff 30.03.2018)

- Klemm, Thomas (Renditegarantie, 2016): Bis zu 6 Prozent Rendite - garantiert!,
<http://www.faz.net/aktuell/finanzen/aktien/profitieren-von-aktien-ueber-nommener-firmen-mit-sechs-prozent-14535909.html#void> (22.11.2016)
(Zugriff 31.03.2018)
- Krieg, Kai; Kausemann, Anke (Preisreaktionen, 2014): Unternehmensübernahmen: BaFin-Studie - Deutliche Preisreaktionen auf Übernahmemeldungen,
https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2014/fa_bj_1408_unternehmensuebernahmen.html (01.08.2014) (Zugriff 30.03.2018)
- McKesson Europe AG (Celesio, 2018): Informationen zur Aktie,
<http://www.mckesson.eu/mck-de/investoren/aktie> (Zugriff 02.04.2018)

Rechtsprechungsverzeichnis

BGH, Urteil v. 16.09.2002, II ZR 284/01, ZIP 2002, 1892

BGH, Beschluss v. 19.07.2010, II ZB 18/09, ZIP 2010, 1487

BGH, Urteil v. 07.11.2017, II ZR 37/16, ZIP 2017, A 97

OLG Stuttgart, Beschluss v. 05.05.2009, 20 W 13/08, ZIP 2009, 1059



kostenloser Download
unter fom-ifes.de

- Hagemann, D. / Lehrbass, F. (2018): Prognosemodelle für Länderrisiken: Logit- und Deep Learning-Methoden im Vergleich, in: Krol, B. (Hrsg.), ifes Schriftenreihe, Band 18, 2018, ISSN 2191-3366, ISBN 978-3-89275-411-4
- Graalman, M.-P. / Lehrbass, F. (2018): Eignung von Varianz-Kovarianz-Ansätzen und Copula-Modellen zur Risikoaggregation in bankaufsichtlichen Risikotragfähigkeitskonzepten, in: Krol, B. (Hrsg.), ifes Schriftenreihe, Band 17, 2018, ISSN 2191-3366, ISBN 978-3-89275-409-1
- Cox, P. / Lehrbass, F. (2018): Determinanten der Replikationsgüte von Exchange Traded Funds, in: Krol, B. (Hrsg.), ifes Schriftenreihe, Band 16, 2018, ISSN 2191-3366, ISBN 978-3-89275-407-7
- Lehrbass, F. / Scheipers, N. (2017): Determinanten der Höhe von Wirtschaftsprüfungshonoraren am Beispiel von gelisteten Unternehmen im Prime Standard, in: Krol, B. (Hrsg.), ifes Schriftenreihe, Band 15, 2017, ISSN 2191-3366, ISBN 978-3-89275-406-0
- Schwarz, J. (2017): Ergebnisse der Analyse von Studienabbrüchen, in: Krol, B. (Hrsg.), ifes Schriftenreihe, Band 14, 2017, ISSN 2191-3366, ISBN 978-3-89275-405-3
- Lehrbass, F. (2016): Risikomessung für den globalen Kohlehandel: Einfache und fortgeschrittene Verfahren nebst Backtesting sowie ein Vergleich mit IFRS 7, in: Krol, B. (Hrsg.), ifes Schriftenreihe, Band 13, 2016, ISSN 2191-3366, ISBN 978-3-89275-404-6

- Godbersen, H. (2016): Die Means-End Theory of Complex Cognitive Structures – Entwicklung eines Modells zur Repräsentation von verhaltensrelevanten und komplexen Kognitionsstrukturen für die Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, in: Krol, B. (Hrsg.), ifes Schriftenreihe, Band 12, 2016, ISSN 2191-3366, ISBN 978-3-89275-403-9
- Seng, A. / Landherr, G. (2015): Vielfalt leben und Vielfalt gestalten – Diversity Management in der Lehre, in: Krol, B. (Hrsg.), ifes Schriftenreihe, Band 11, 2015, ISSN 2191-3366, ISBN 978-3-89275-402-2
- Gansser, O. A. / Schutkin, A. (2014): Studie zur Validierung der Persönlichkeitsmerkmale Abenteuerlust und Routineverhalten, in: Krol, B. (Hrsg.), ifes Schriftenreihe, Band 10, 2014, ISSN 2191-3366, ISBN 978-3-89275-401-5
- Gansser, O. A. (2014): Marketingplanung als Instrument zur Krisenbewältigung, in: Krol, B. (Hrsg.), ifes Schriftenreihe, Band 9, 2014, ISSN 2191-3366, ISBN 978-3-89275-400-8
- Runia, P. M. / Wahl, F. / Rüttgers, C. (2013): Das Markenimage von Hersteller- und Handelsmarken: Eine empirische Analyse der Imagekomponenten von Körperpflegemarken auf der Grundlage eines Markenidentitätskonzeptes, in: Krol, B. (Hrsg.), KCS Schriftenreihe, Band 8, 2013, ISSN 2191-3366
- Naskrent, J. / Rüttgers, C. (2013): Sportmonitor Essen 2013: Eine empirische Analyse über das Image regionaler Sportvereine und ihre Sponsoring- und Promotionangebote, in: Krol, B. (Hrsg.), KCS Schriftenreihe, Band 7, 2013, ISSN 2191-3366
- Seng, A. / Fiesel, L. / Rüttgers, C. (2013): Akzeptanz der Frauenquote, in: Krol, B. (Hrsg.), KCS Schriftenreihe, Band 6, 2013, ISSN 2191-3366
- Naskrent, J. / Rüttgers, C. (2012): Wahrnehmung von Werbung mit Sportereignisbezug: Eine empirische Analyse der Einschätzung von Sponsoring und Ambush-Marketing im Rahmen der Fußball-Europameisterschaft und der Olympischen Spiele im Jahr 2012, in: Krol, B. (Hrsg.), KCS Schriftenreihe, Band 5, 2012, ISSN 2191-3366
- Seng, A. / Fiesel, L. / Krol, B. (2012): Erfolgreiche Wege der Rekrutierung in Social Networks, in: Krol, B. (Hrsg.), KCS Schriftenreihe, Band 4, 2012, ISSN 2191-3366

- Heinemann, S. / Krol, B. (2011): Nachhaltige Nachhaltigkeit: Zur Herausforderung der ernsthaften Integration einer angemessenen Ethik in die Managementausbildung, in: Krol, B. (Hrsg.), KCS Schriftenreihe, Band 2, 2011, ISSN 2191-3366
- Hermeier, B. / Rettig, P. / Krol, B. (2010): Marken- und Produktmanagement durch Nutzung von Sportgroßereignissen: Möglichkeiten und Grenzen für Industrie und Handel, in: Krol, B. (Hrsg.), KCS Schriftenreihe, Band 1, 2010, ISSN 2191-3366

ISBN (Print) 978-3-89275-413-8

ISSN (Print) 2191-3366

ISBN (eBook) 978-3-89275-414-5

ISSN (eBook) 2569-5355



Institut für Empirie & Statistik
der FOM Hochschule
für Ökonomie & Management

FOM Hochschule

ifes

FOM. Die Hochschule. Für Berufstätige.

Die mit bundesweit über 50.000 Studierenden größte private Hochschule Deutschlands führt seit 1993 Studiengänge für Berufstätige durch, die einen staatlich und international anerkannten Hochschulabschluss (Bachelor/Master) erlangen wollen.

Die FOM ist der anwendungsorientierten Forschung verpflichtet und verfolgt das Ziel, adaptionsfähige Lösungen für betriebliche bzw. wirtschaftsnahe oder gesellschaftliche Problemstellungen zu generieren. Dabei spielt die Verzahnung von Forschung und Lehre eine große Rolle: Kongruent zu den Masterprogrammen sind Institute und KompetenzCentren gegründet worden. Sie geben der Hochschule ein fachliches Profil und eröffnen sowohl Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftlern als auch engagierten Studierenden die Gelegenheit, sich aktiv in den Forschungsdiskurs einzubringen.

Weitere Informationen finden Sie unter fom.de

Das ifes verfolgt das Ziel, empirische Kompetenzen an der FOM zu bündeln und die angewandte Forschung im empirischen Bereich der Hochschule weiter voranzutreiben.

Drei Aufgabenbereiche bilden die Schwerpunkttätigkeiten: Zum einen unterstützt das ifes-Team die Hochschullehrenden der FOM bei der Kompetenzentwicklung im Bereich der empirischen Forschung und gewährleistet damit eine stetige Qualitätssicherung und die Einhaltung der Leitlinien der guten wissenschaftlichen Praxis im Rahmen von Forschungs- und Entwicklungsprojekten.

Zum anderen führt das ifes das Monitoring einer Zielgruppe von Berufstätigen im Rahmen von »FOM fragt nach«-Projekten durch. Im Rahmen dieser Projekte werden junge, berufstätige Leistungsträger/-innen mit Managementorientierung zu aktuellen ökonomischen Themen befragt, die teilweise als Panelbefragungen angelegt sind. Dadurch ist ein vielschichtiger Erkenntnisgewinn über eine in den nächsten Jahren stärker in die unternehmerische Verantwortung gehende Generation möglich.

Darüber hinaus nimmt das ifes eine zentrale Stellung im Bereich der Entwicklung und Unterstützung der Methodenausbildung in der Lehre der Bachelor- und Masterstudiengänge sowie im Promotionsprogramm der FOM ein.

Weitere Informationen finden Sie unter fom-ifes.de



Unter dem Titel »FOM forscht« gewähren Hochschullehrende der FOM Einblicke in ihre Projekte. Besuchen Sie den Blog unter fom-blog.de