

Feindliche Übernahmen – Eine Analyse aus Aktionärsicht

Bachelorarbeit

Institut für Banking & Finance

Lehrstuhl
Prof. Dr. Alexander F. Wagner

Studienrichtung: Banking & Finance

Betreuer: Dr. Christoph Wenk

Verfasser: Nino Bergmann

Abgabedatum: 09. Juli 2014

Executive Summary

I. Problemstellung

Seit dem ersten Auftreten Ende des 19. Jahrhunderts haben Unternehmenszusammenschlüsse bzw. Unternehmensübernahmen stetig an Bedeutung gewonnen. Motive wie Effizienzsteigerung oder der Ausbau der Marktmacht, verleiteten Unternehmen in immer grösserem Masse künstliches Wachstum anzustreben (Müller-Stevens (2012)). Neben den freundlichen Unternehmensübernahmen hat sich Mitte des 20. Jahrhunderts mit den feindlichen Unternehmensübernahmen eine neue Praxis im angelsächsischen Markt durchgesetzt. Speziell bei den feindlichen Übernahmen ist entweder die feindliche Gesinnung der Käuferunternehmung oder die ablehnende Reaktion der Zielunternehmung. Somit charakterisiert ein Alleingang einer Käuferunternehmung ohne Miteinbezug der Zielunternehmung eine versuchte feindliche Übernahme. In diesem Falle wendet sich ein potentieller Käufer, ohne das Management der Zielunternehmung zu informieren, direkt an deren Aktionäre. In der Praxis aber wendet sich oft ein Interessent zuerst an die Zielunternehmung, um eine einvernehmliche Lösung bzw. eine freundliche Übernahme anzustreben. In diesem Falle entscheidet das Management der Zielunternehmung, ob es auf das gemachte Angebot eintreten will oder dieses ablehnt (Wirtz (2003)). Lehnt die Zielunternehmung eine gemeinsame Zukunft ab, so obliegt es der interessierten Käuferunternehmung, ob sie den nicht einvernehmlichen Weg einer feindlichen Übernahme einschlagen möchte. Nicht zuletzt muss sie mit ihrem gewählten Vorgehen auch die Ansprüche ihrer Aktionäre berücksichtigen und speziell bei ihrer strategischen Ausrichtung eine konsequente Shareholder Value-Politik verfolgen.

Diese Arbeit setzt sich zum Ziel den Effekt von angekündigten feindlichen Unternehmensübernahmen einerseits aus der Sicht der Aktionäre der Käufer- und andererseits der Zielunternehmung zu beziffern. Darüber hinaus soll sie einen Überblick über eine Auswahl bisher getätigter feindlichen Unternehmensübernahmen verschaffen, indem sie zehn schwergewichtige vergangene feindliche Übernahmen qualitativ analysiert. Die Arbeit überprüft, ob eine feindliche Unternehmensübernahme abnormale Renditen generiert und somit mit einer konsequenten Shareholder Value-Politik zu vereinbaren ist.

II. Vorgehen

Bevor die angesprochen Übernahmen qualitativ analysiert werden, wird im dritten Kapitel in die Thematik der feindlichen Unternehmensübernahmen eingeführt. Die feindlichen Übernahmen werden in einem ersten Schritt als Begriff definiert. Darüber hinaus werden ökonomische Gründe bzw. Motive vorgestellt, die für ein künstliches Wachstum in der Form von Unternehmenszusammenschlüssen oder Unternehmensübernahmen sprechen. Im letzten Teil, der theoretischen Einführung, werden die

verschiedenen Strategien einer feindlichen Übernahme vorgestellt. Namentlich wird auf das öffentliche Kaufangebot, die heimliche Übernahme sowie auf die Proxy Auseinandersetzung eingegangen.

Im vierten Kapitel werden die Hintergründe der später auch empirisch betrachteten Fälle belichtet. Mit einer qualitativen Auseinandersetzung werden zum einen die individuellen Geschichten hinter den betrachteten feindlichen Übernahmen erzählt. Zum anderen werden die Charakteristiken feindlicher Übernahmen zum Vorschein gebracht, welche in einer rein empirischen Analyse untergehen würden.

Anhand einer Event Studie werden die feindlichen Übernahmen im fünften Kapitel empirisch auf allfällige mit der Ankündigung der Übernahme verbundenen abnormalen Renditen untersucht. In den Untersuchungen wird klar zwischen den akquirierenden Unternehmungen (Käuferunternehmungen) und den akquirierten Unternehmungen (Zielunternehmungen) unterschieden. Die beobachteten Resultate werden in einem letzten Schritt mit Untersuchungen Dritter verglichen. Die aus diesem Vergleich hervorgehenden Unterschiede werden sodann einer Analyse unterzogen.

III. Resultate

Die qualitative Auseinandersetzung mit den untersuchten Fällen unterstreicht, dass feindliche Übernahmen eine ganz spezielle Ausprägung in der Welt der Unternehmensübernahmen darstellen. Das einseitige Vorgehen birgt für die Käuferunternehmungen Risiken, welche offenbar bewusst in Kauf genommen werden. Passend dazu zeigt sie auch ein gewisser Übermut, unter welchem einige Manager ihr Imperium zu jedem Preis ausbauen wollen. In einzelnen Fällen machte es den Anschein als stände vor allem deren Ego im Vordergrund. In den Augen von solchen Managern kann eine feindliche Übernahme eine gute Gelegenheit dazu sein, die Zielunternehmung an das wahre Kräfteverhältnis zu erinnern. Ein stetig zunehmender Druck auf das Management der Zielunternehmung brachte dieses während den Verhandlungen nicht selten ins Wanken. Insbesondere zeigen die betrachteten Fälle, dass eine feindliche Übernahme ein nervenaufreibender und langer Prozess sein kann, bei dem man das Ziel nicht aus den Augen verlieren darf.

In den empirischen Untersuchungen wurde mittels einer Event Studie für die Aktionäre der Käuferunternehmung sowie für die Aktionäre der Zielunternehmung in einem Ereignisfenster von 25 Tagen vor der Ankündigung einer feindlichen Übernahme und 50 Tagen danach nach abnormalen Renditen gesucht. Die Berechnungen haben gezeigt, dass sowohl die Käuferunternehmungen als auch die Zielunternehmungen auf eine solche Ankündigung mit abnormalen Renditen reagieren. Mit einer positiven durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite (CAAR) von 13.6% hat die Ankündigung der Übernahme einen positiven Beitrag zum Kursverlauf der Aktie der Zielunternehmungen beigetragen. Umgekehrt, jedoch nicht in einem solchen Ausmass, sieht die Situation bei den Käuferunternehmungen aus. Sie beobachten über das gesamte Ereignisfenster eine negative CAAR von -1.9%.

Die Analyse hat gezeigt, dass eine Betrachtung des gesamten Ereignisfensters eine ungenügende Interpretation zulassen würde. So wurde das Ereignisfenster in vier Subfenster eingeteilt, wobei wie

erwartet das Subfenster rund um die Ankündigung am aussagekräftigsten ist. Während sich die Aktionäre der Zielunternehmungen in einem Zeitfenster von fünf Tagen vor der Ankündigung bis fünf Tage danach über eine CAAR von 15.8% freuen konnten, so erlebten die Aktionäre der Käuferunternehmungen in diesem Subfenster eine negative CAAR von -1.4%. Diese Aussage unterstützt auch die beobachtete Korrelation der CAAR der beiden Stichproben von negativen -0.88 in diesem Subfenster.

Unter dem Strich hat diese Gegenläufigkeit über das gesamte Ereignisfenster Bestand und unterstreicht dies mit einer negativen Korrelation von -0.57. Während die Aktie einer Zielunternehmung oft durch die Ankündigung euphorisiert in die Höhe schnell, gilt es für die Führungsetagen der Käuferunternehmungen Überzeugungsarbeit bei den eigenen Aktionären zu leisten.

Über die eigenen Berechnungen hinaus wurden auch Event Studien Dritter zu Unternehmensakquisitionen betrachtet. Es fällt auf, dass sich die Autoren der jeweiligen Studien nicht überall einig sind. Während einige Studien bei den Käuferunternehmungen positive CAAR beobachteten, kamen andere Studien zum Schluss, dass ein angekündigter Unternehmenszusammenschluss entsprechend den Berechnungen dieser Arbeit negative CAAR für die akquirierenden Unternehmungen zur Folge hat. Zurückzuführen sind diese unterschiedlich hohen CAAR wohl hauptsächlich auf die unterschiedlich langen Ereignisfenster der einzelnen Studien. Um diesem Problem gerecht zu werden, wurde für sämtliche Studien Dritter, falls entsprechende Daten vorhanden waren, ein neues Subfenster von drei Tagen rund um die Ankündigung geschaffen. Doch auch über ein Zeitfenster von lediglich drei Tagen streuten sich die CAAR der Studien und der eigenen Berechnung zwischen -4.1% und 2.9%. Einig hingegen sind sich die Autoren darüber, dass eine angekündigte Übernahme eine positive CAAR für die Aktionäre der Zielunternehmungen bedeutet. Dieses Erkenntnis deckt sich mit den eigenen Berechnungen zu den akquirierten Unternehmungen.

Während sich diese Arbeit das Ziel gesetzt hat den absoluten Effekt einer angekündigten Unternehmensübernahme in CAAR zu quantifizieren, haben einige Studien Dritter nach Parametern gesucht, welche die Höhe der CAAR positiv oder negativ beeinflussen. So haben z.B. Sullivan, Jensen und Hudson (1994) nachgewiesen, dass sich eine reine Barofferte positiv auf die beobachteten CAAR von Zielunternehmungen auswirkt. Abschliessend und von vielen Autoren oft betont soll gesagt werden, dass das Resultat solcher Event Studien bis zu einem gewissen Grad von der gewählten Methode oder der gewählten Dauer des Ereignisfensters abhängt. Somit sind Vergleiche untereinander nur eingeschränkt möglich.

IV. Allgemeine Beurteilung

Unter dem Strich hat sich gezeigt, dass die Ankündigung einer geplanten feindlichen Übernahme durchaus Einfluss auf den Wert einer Unternehmung haben kann. Entsprechend muss sich eine Käuferunternehmung im Klaren sein, dass ihre Pläne nicht immer positiv aufgenommen werden und wie es die Berechnungen zeigen auch einen negativen Einfluss auf den eigenen Unternehmenswert haben

können. Somit bedingt eine geplante feindliche Übernahme einer sorgfältigen Vorbereitung und überlegter Äusserungen gegenüber den eigenen Aktionären. Nicht zuletzt wenn eine Politik des Shareholder Values verfolgt wird.

Obwohl feindliche Unternehmensübernahmen eher dem angelsächsischen Raum zugeschrieben werden, sind sie auch sonst tendenziell auf dem Vormarsch. Es wird interessant sein zu beobachten, wie dieses neue Konzept des künstlichen Wachstums auf breiter Ebene adaptiert wird. Entscheidend dafür wird sein, wie sich in Zukunft das Verhältnis von Aktionariat und Führungsetage entwickelt. Wenn ein Aktionär eine Gewinnmaximierung anstrebt, sind die bezahlten Prämien bei feindlichen Unternehmensübernahmen durchaus verlockend. Somit führt an einer gefestigten Vertrauensbasis zwischen dem Management und dem Aktionariat kein Weg vorbei. Sogleich nimmt es das Management in die Pflicht, für die Aktionäre eine zielgerichtete Shareholder Politik zu betreiben.

1. Abstract

Diese Arbeit untersucht den Effekt von feindlichen Unternehmensübernahmen auf das Vermögen von Aktionären der Käufer- und solchen der Zielunternehmungen. Darüber hinaus werden die in der Stichprobe enthaltenen Fälle einzeln beschrieben und so auf die Charakteristiken von feindlichen Übernahmen eingegangen. Die beiden Aktionärsgruppen erfahren in den eigenen Berechnungen durchaus gegenläufige Effekte. Während die Aktionäre der Zielunternehmungen mit einer hohen durchschnittlichen kumulierten abnormalen Rendite (CAAR) von rund 13.9% rechnen dürfen, zeigen die Untersuchungen für die Aktionäre der Käuferunternehmungen insgesamt eine negative CAAR von -1.9%. Schliesslich werden die eigenen Berechnungen mit Untersuchungen Dritter auf Gemeinsamkeiten und Differenzen verglichen.

