

# „CLUB-DEALS“ – EINE ÜBERNAHMESTRATEGIE MIT ZERSCHLAGUNGSABSICHT

Gefahren und Ansätze zur Abwehr

Von Michael Müller

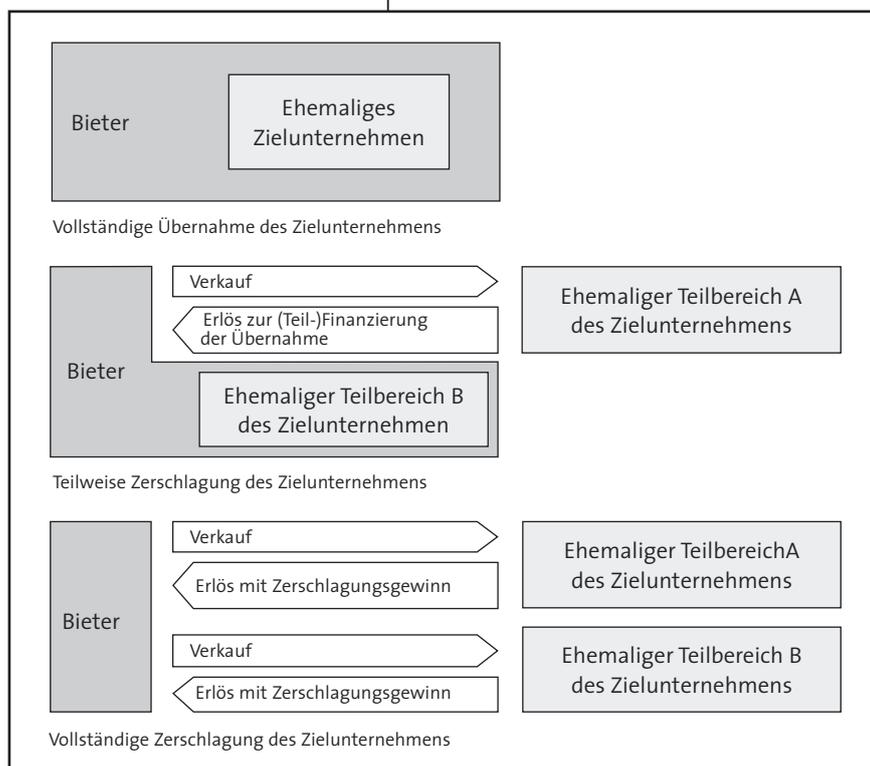
**Traditionelle Unternehmensübernahmen sind** zumeist dadurch gekennzeichnet, daß dem zu übernehmenden Unternehmen (Zielunternehmen) meistens zunächst ein Käufer gegenübersteht. Nicht selten führt ein einmal begonnener Übernahmekampf zum Auftreten eines weiteren Kaufinteressenten, wobei dieser entweder aus eigenem Entschluß handelte oder vom Übernahmeziel selbst als sogenannter „White Knight“, also als dem Management des zu übernehmenden Unternehmens freundlich gesonnener Aufkäufer, ins Spiel gebracht wurde. In solchen Fällen entwickelt sich dann regelmäßig ein Bieterwettbewerb um das beste (höchste) Angebot für das Zielunternehmen.

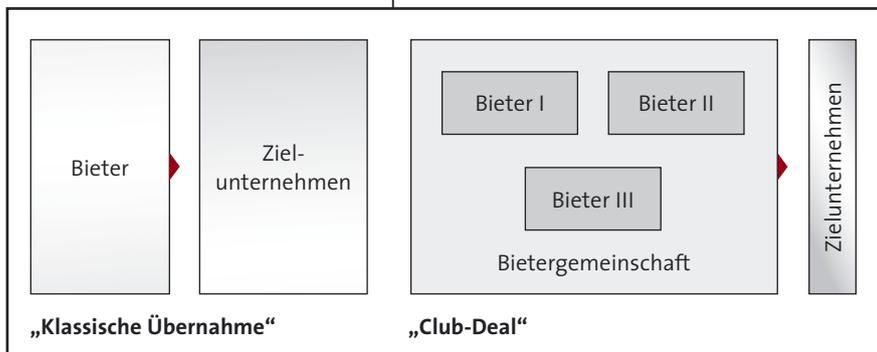
Ein einzelner Aufkäufer kann dabei sowohl die Strategie verfolgen, das gesamte Unternehmen vollständig zu erwerben und weiterzuführen, teilweise weiterzuführen und teilweise weiter zu veräußern oder vollständig zu zerschlagen und die einzelnen Teilbereiche zu veräußern. Neben der Finanzierungsfähigkeit ist ein einzelner Bieter im Falle einer (zumindest teilweisen) Zerschlagungsabsicht vor allem durch den geschätzten

„break-up-value“ und eine angemessene, d.h. risikoadäquate Gewinnerzielung in seinem Angebot begrenzt, das er für das Zielunternehmen zu unterbreiten bereit ist. Für einen Angreifer stellt sich in diesem Fall vor allem das Problem, den erzielbaren Verkaufserlös für die einzelnen Unternehmensteile hinreichend sicher abzuschätzen. In jedem Fall sind hierfür jedoch Marktpreise anzusetzen.

Zuletzt waren aber vermehrt Übernahmeveruche zu beobachten, bei denen nicht mehr ein Unternehmen als Kaufinteressent agiert, sondern ein Konsortium, bestehend aus mehreren gemeinsam handelnden Kaufinteressenten, die jeweils an der Übernahme einzelner Teile des Zielunternehmens interessiert sind. Ein solcher gemeinschaftlicher Übernahmeveruch wird auch als „Club-Deal“ bezeichnet. Ein prominentes Beispiel für ein solches Vorgehen war die Übernahme der niederländischen Bankengruppe ABN Amro durch eine Bietergruppe bestehend aus der britischen Royal Bank of Scotland (RBS), der belgisch-niederländischen Finanzgruppe Fortis und der spanischen Großbank Santander. Nach erfolgter Zerschlagung sollen das Firmenkundengeschäft, das Investmentbanking sowie das europäische und asiatische Bankgeschäft der ABN Amro von der Royal Bank of Scotland übernommen werden, das Bankgeschäft in den Niederlanden und in Belgien soll an die Fortis-Gruppe gehen und die Santander-Bank soll das Italien- und Brasiliengeschäft der ABN Amro erhalten. Weitere Beispiele von Bieterkonsortien mit Zerschlagungsabsicht Ende 2007 sind die dänische Brauerei Carlsberg und die niederländischen Brauerei Heineken, die gemeinsam den britischen Getränkekonzern Scottish & Newcastle angreifen oder die schottische Standard Life und die schweizerische Rückversicherung Swiss Re, die sich zu einem Angriff auf den britischen Versicherer Resolution verbündet hatten.

### Grundsätzliche Zielsetzungen einer Unternehmensübernahme





### „Klassische Übernahme“ und „Club-Deal“

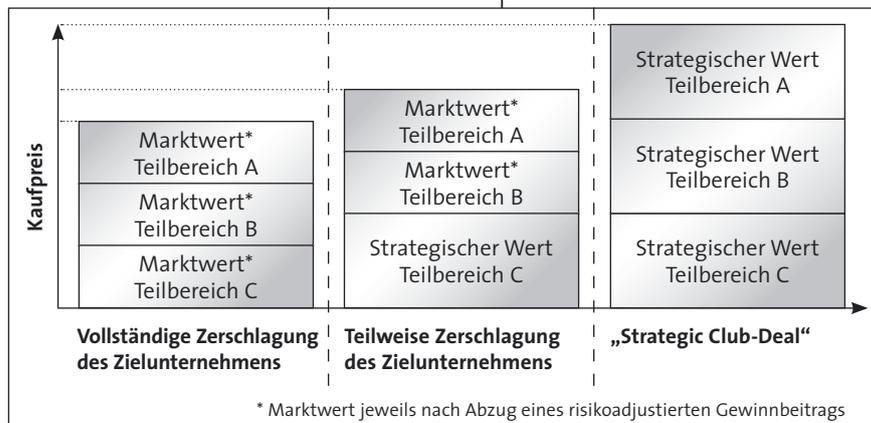
**Grundsätzlich ist ein** gemeinsames Vorgehen von Bietern kein tatsächlich neues Phänomen: schon bei den großen Übernahmekämpfen in den 80er-Jahren in den USA war teilweise ein ähnliches Vorgehen zu beobachten. Beispielhaft hierfür sei der (allerdings fehlgeschlagene) Übernahmeveruch der Walt Disney Productions durch die Reliance Group Holdings im Jahre 1984 erwähnt. An der hierfür speziell gegründeten Übernahmegesellschaft MM Acquisition Corporation waren neben der Reliance Group Holdings auch die Fisher Brothers Financial and Development Company sowie die Tracinda Corporation beteiligt. Im Falle einer erfolgreichen Übernahme der Walt Disney Productions hatte der hinter der Tracinda Corporation stehende US-Investor Kirk Kerkorian das Disney-Filmstudio, das Filmarchiv und den Kabelfernsehsender im Visier; die Fisher Brothers Financial and Development Company waren in erster Linie am umfangreichen Grundbesitz der Walt Disney Productions interessiert, während es die Reliance Group Holdings im wesentlichen auf die Disney Vergnügungsparks abgesehen hatte. Entsprechende Übernahmeveruche einer Bietergemeinschaft waren aber im Gegensatz zu den derzeit zu beobachtenden, strategisch ausgerichteten „Club-Deals“ in erster Linie finanzwirtschaftlich getrieben („Financial Club-Deal“).

Das erneute und vor allem gehäufte Auftreten von „Strategic Club-Deals“ bedeutet für börsennotierte Gesellschaften eine erhöhte Gefahr. So ist die Zerschlagung und damit die Vernichtung eines Unternehmens in der bisherigen Form das erklärte Ziel solcher Übernahmeveruche.

Gleichzeitig handelt es sich bei diesen Angriffen um hoch strategisch motivierte Transaktionen. Insbesondere dieser Punkt ist es, der die Übernahmewahrscheinlichkeit für börsennotierte Unternehmen deutlich erhöht und der deshalb nachfolgend näher betrachtet werden soll:

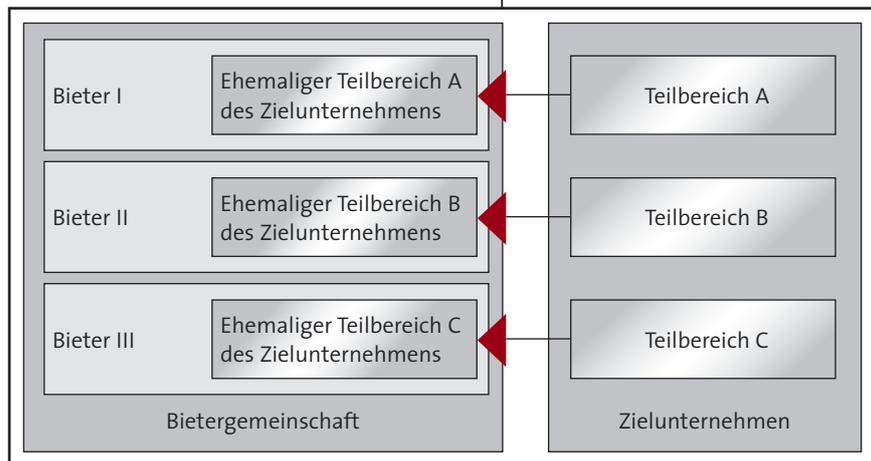
Die bisherigen „Strategic Club-Deals“ zeigen die internationale Zusammenarbeit großer Konzerne mit klaren Zielsetzungen und einem im Vornherein definierten, strategischen und auf die spezifischen Bedürfnisse der am Angriff beteiligten Unternehmen abgestimmten Zerschlagungsmodell. Bei traditionellen Übernahmen mit (teilweiser) Zerschlagungsabsicht ist für die abzuspaltenden Bereiche ein Marktwert anzusetzen, der sich nach Angebot und Nachfrage am M&A-Markt richtet und für den ein Sicherheitsabschlag einzukalkulieren ist. Die Summe der Marktwerte der zur Veräußerung bestimmten Unternehmensteile sowie der strategische Wert der zu integrierenden Unternehmensteile bestimmt dabei den Kaufpreis, den ein Angreifer maximal zu zahlen bereit ist. Bei den rein strategisch orientierten „Club-Deals“ dagegen, bei denen die Unternehmensteile (nahezu) vollständig unter den Angreifern aufgeteilt werden, gelten für die Ermittlung eines maximalen Kaufpreises andere Überlegungen. Hier können für alle Unternehmensteile strategische Werte angesetzt werden, die in der Regel deutlich über den Marktwerten liegen. Die Summe der strategischen Werte liegt damit im Normalfall deutlich über der Summe der Marktwerte. Dies bedeutet, dass die im Rahmen eines „Strategic Club-Deals“ potentiell zu bietende Summe deutlich über derjenigen einer traditionellen Unternehmensübernahme liegen kann. In Verbindung mit den gemeinsamen Ressourcen mehrerer angreifender Unternehmen werden damit auch außerordentlich hohe Übernahmewerte möglich. Auch eine hohe Börsenkapitalisierung kann daher nicht mehr als Schutz vor (feindlichen) Übernahmen gelten. Zudem gehen die Möglichkeiten zur Aktivierung eines sogenannten „White Knight“ im Rahmen der Übernahmeabwehr signifikant zurück.

**Die klare strategische** Ausrichtung entsprechender Übernahmeversuche ist es auch, die nunmehr auch monolithisch ausgerichtete Unternehmen stärker zum Übernahmeziel macht. Bei den „klassischen“ Übernahmen stehen dagegen tendenziell diversifizierte Unternehmen im Mittelpunkt bei denen eine Veräußerung der für den Angreifer strategisch uninteressanten Unternehmensteile angestrebt wird um mit den daraus zu erzielenden Erlösen einen Teil der Übernahmekosten zu refinanzieren. Zwar bieten sich auch bei diversifizierten Unternehmen „Strategic Club-Deals“ an, doch deuten die Beispiele aus dem November 2007 tendenziell darauf hin, dass nunmehr auch verstärkt auf die Zerschlagung monolithisch ausgerichteter Unternehmen gesetzt wird. In diesen Fällen ist jedoch der Begriff der „Filetierung“ besser geeignet als derjenige der „Zerschlagung“. Die einzelnen Bereiche monolithisch aufgebauter Unternehmen sind grundsätzlich schwerer voneinander zu trennen als bei breiter diversifizierten Unternehmen. Die gegenseitigen Abhängigkeiten, Synergien und Kundenbeziehungen bergen für die Angreifer daher zugleich auch ein hohes Fehlschlagrisiko: bei der „Filetierung“ eines übernommenen, monolithisch geprägten Unternehmens können die ursprünglich erwarteten strategischen Vorteile leicht verloren gehen. Trotz dieses Risikos werden die positiven Effekte durch die Angreifer jedoch als so stark bewertet, dass eine Übernahme trotzdem noch attraktiv ist. Der Grund hierfür liegt in der passgenauen strategischen Zuordnung einzelner Unternehmensteile des Zielunternehmens zu den jeweiligen Beteiligten eines „Club-Deals“. Der Erfolg eines „Strategic Club-Deals“ liegt demnach bereits in der Auswahl der Teilnehmer an einer solchen Bietergemeinschaft. Nur wenn für die jeweiligen Beteiligten der sogenannte „strategic fit“ einzelner wesentlicher zugeordneter Zerschlagungsteile weitgehend vollständig gegeben ist, kann ein strategisch ausgerichteter „Club-Deal“ erfolgreich bis zur Übernahme des Zielunternehmens durchgeführt werden. Dies schließt gleichzeitig nicht aus, dass einzelne Unternehmensteile dennoch später zur teilweisen Refinanzierung der Transaktion



an Dritte weiterveräußert werden. Das Erfordernis eines vollständigen „strategic fit“ für wesentliche Teilbereiche des Zielunternehmens erklärt im übrigen auch die Zusammenstellung internationaler Bietergemeinschaften bei den „Strategic Club-Deals“ trotz der damit verbundenen größeren Abstimmungsprobleme: meistens lassen sich nur international Koalitionäre finden, bei denen sich ein vollständiger „strategic fit“ für die relevanten Unternehmensteile des Zielunternehmens ergibt.

### Ermittlung des maximalen Unternehmenskaufpreises



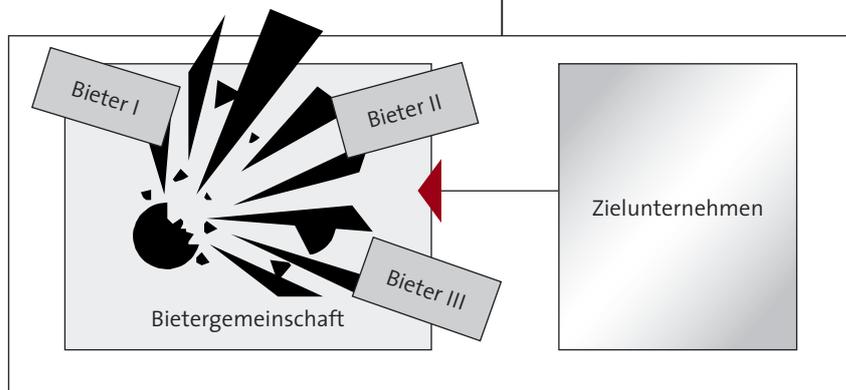
**Für die Übernahmeabwehr** bilden „Strategic Club-Deals“ hingegen eine neue Herausforderung, gleichzeitig aber auch neue Chancen. In jedem Fall muß davon ausgegangen werden, dass eine hohe Börsenkaptalisierung keinen tatsächlich wirksamen Schutz mehr vor einer (feindlichen) Übernahme bietet. Neben den „klassischen“ Abwehrmaßnahmen stehen bei hoch strategisch getriebenen Übernahmen

**„Filetierung“ eines Zielunternehmens nach einer erfolgreichen Übernahme durch einen „Strategic Club-Deal“**

versuchen vor allem auch strategisch orientierte Abwehrmaßnahmen im Vordergrund, wobei diese allerdings in gewissem Umfang durch die Neutralitätspflicht des Vorstandes (§ 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2; § 33 Abs. 1 S. 1 WpÜG) begrenzt sind.

Grundsätzlich stellt die Stärke von Bietergemeinschaften, die sich im Rahmen eines „Strategic Club-Deals“ zusammengefunden haben zugleich auch ihre größte Schwäche dar. Ein Angriff macht für jedes der teilnehmenden Unternehmen nur so lange Sinn, wie es ihm hierdurch gelingen kann, seine strategische Zielsetzung zu erreichen. Maßnahmen der Übernahmeabwehr müssen sich daher stark auf die Verhinderung der Erreichung der anvisierten (strategischen) Ziele der Angreifer richten. Im bereits beschriebenen Fall der ABN Amro Bank hatte es die Royal Bank of Scotland vor allem auf die zur ABN Amro-Gruppe gehörende amerikanische Bank LaSalle abgesehen. Im Rahmen der Übernahmeabwehr veräußerte ABN Amro diese kurzfristig an die Bank of America – ein grundsätzlich richtiger Schritt, der jedoch nicht das erwünschte Ziel, nämlich das Auseinanderbrechen der Bietergemeinschaft zur Folge hatte. Der Hauptgrund für das Fehlschlagen der Abwehrmaßnahme war zum einen der bereits begonnene Wettlauf der Bietergemeinschaft um die Royal Bank of Scotland mit der Barclays Bank und zum anderen die starke öffentliche Exponierung des Angriffs. Ein Abbruch wäre einem Gesichtsverlust gleichgekommen. Zugleich wäre das Zielunternehmen möglicherweise einem Wettbewerber in die Hände gefallen.

Maßnahmen der strategischen Übernahmeabwehr bei „Club-Deals“ müssen daher vor allem beim Zusammenhalt der Bietergemeinschaft ansetzen, mit dem Ziel, diese zu zerbrechen. Der Defence Intelligence kommt dabei besondere Bedeutung zu. So sind alle Informationen über die Angreifer, insbesondere über deren Ziele und Strategien zu sammeln und auszuwerten. Nur auf diese Weise kann es gelingen diejenigen strategischen Abwehrmaßnahmen zu identifizieren und umzusetzen, die die größte Erfolgswahrscheinlichkeit aufweisen.



**Ein weiterer Ansatzpunkt** der Übernahmeabwehr sind die Unterschiede in den Interessen der einzelnen Angreifer innerhalb einer Bietergemeinschaft. Neben einem deutlich höheren Abstimmungsbedarf der Partner untereinander sind bei diesen immer auch unterschiedliche finanzielle und strategische Bewertungen des Übernahmeversuchs vorhanden. So kann zum Beispiel nicht davon ausgegangen werden, dass alle Angreifer die gleichen Maßstäbe für die Ermittlung eines strategischen Kaufpreises für die ihnen im Falle des Erfolges zufallenden Unternehmensteile des Zielunternehmens anwenden. Hinzu kommt, dass gerade die strategisch orientierte „Filetierung“ eines monolithischen Unternehmens eine Bietergemeinschaft erfordert, deren Teilnehmer untereinander am Markt grundsätzlich als Wettbewerber agieren, was dazu führen kann, dass eine solche Bietergemeinschaft nicht unerheblichen inneren Spannungen ausgesetzt ist. Diese Tatsache bietet ein weites Feld für die Einleitung von Gegenmaßnahmen durch das angegriffene Unternehmen mit dem Ziel, die Bietergemeinschaft auseinander zu dividieren. Den besten Ansatzpunkt bietet dabei immer das schwächste Glied der Kette.

Mit den „Strategic Club-Deals“ sind zuletzt hoch aggressive und auf Zerschlagung ausgerichtete Übernahmestrategien an den Kapitalmärkten zu beobachten. Neben der deutlich erhöhten Gefahr für das selbstständige Überleben börsennotierter Gesellschaften bieten sich jedoch zugleich auch neue Ansätze für deren Abwehr. Diese intelligent anzuwenden entscheidet in hohem Maße über Erfolg oder Misserfolg. ■

**Zerschlagung der Bietergemeinschaft als wirksamste Abwehrmaßnahme bei „Strategic Club-Deals“**

## Beratungsleistungen im Rahmen der Übernahmeabwehr:

### Gefährdungsanalysen

Analyse der Übernahmegefährdung börsennotierter Unternehmen und Identifikation möglicher Angriffspunkte eines Übernahmeversuchs.

### Frühwarnung

Frühzeitige Identifikation von konkreten Übernahmegefahren.

### Vorbereitende Übernahmeabwehr und Abwehrplanung

Entwicklung und Umsetzung von Maßnahmen zur Erhöhung der Übernahmeresistenz und Erstellung von Alternativ- sowie Präventivplänen zur Abwehr von Übernahmeversuchen.

### Defence Intelligence

Informationserhebung über (potentielle) Angreifer, insbesondere deren Ziele und Strategien.

### Strategische Abwehrmaßnahmen

Reduktion strategischer Angriffsflächen und Entwicklung von Reaktionsmaßnahmen im Falle von Übernahmeversuchen.

### Defence Management & Coordination

Beratung von Vorstand und Aufsichtsrat im Falle konkreter Übernahmeversuche. Koordination der im Rahmen der Abwehrmaßnahmen eingebundenen Experten wie z. B. Rechtsanwälten oder Investor Relations-Agenturen.

### Seit 1988 im Beratungsgeschäft tätig,

hat sich SMS Strategic Management Solutions auf die Arbeitsgebiete „Strategische Unternehmensführung“ und „Corporate Finance“ konzentriert. Unseren Kunden bieten wir ein abgestimmtes Beratungsangebot rund um diese Arbeitsschwerpunkte.

Weitere Informationen senden wir Ihnen gerne zu.

STRATEGIC **sms**  
MANAGEMENT SOLUTIONS

**Telefon:** +49 (0) 61 62-8 16 26

**Telefax:** +49 (0) 61 62-96 87 13

**E-Mail:** [info@sms-strategic.de](mailto:info@sms-strategic.de)

**Internet:** [www.sms-strategic.de](http://www.sms-strategic.de)

**Adresse:** Scribastraße 26  
D-64354 Reinheim

---

SMS Strategic Management Solutions ist Gründungsmitglied von **takeover-defence.com**, einem Netzwerk unabhängiger Experten zur Übernahmeabwehr aus den Bereichen Strategieberatung, Rechtsberatung, Kommunikationsberatung und Bankdienstleistungen.

