

Anfälligkeitsanalysen zur Beurteilung der Gefahr feindlicher Übernahmeversuche

Alexander Bassen, Maximilian Keisers, Philipp Schäfer, Dirk Schiereck

1.1 Problemstellung

Im September 2006 gab der Automobilzulieferer Continental bekannt, dass es eine freundliche Anfrage eines Finanzinvestors gegeben habe, das Unternehmen von der Börse zu kaufen. Die Gespräche sind inzwischen – zumindest offiziell – im gegenseitigen Einvernehmen abgebrochen worden. Ähnliche Anfragen haben offensichtlich auch der Commerzbank vorgelegen. Diese in der allgemeinen Wirtschaftspresse bekannt gewordenen Fälle dokumentieren, wie intensiv Finanzinvestoren (Private Equity-Häuser) auf der Suche nach potenziell unterbewerteten Unternehmen sind und dabei auch vor einer Übernahme von großen börsennotierten Gesellschaften nicht zurückschrecken. Übernahmeziele sind dann besonders attraktiv, wenn sie ein hohes Potenzial an Wertsteigerung durch restrukturierende Maßnahmen zeigen und sich auch sonst von ihrer Struktur her, z.B. durch eine vorteilhafte Aktionärsbasis, für ein Investment eignen.

Allerdings steht ein Engagement von Private Equity-Häusern häufig im Konflikt mit den Interessen des Managements der ins Auge gefassten Übernahmekandidaten. Lehnt das Management die Übernahme ab und erwirbt der Finanzinvestor dennoch ein Aktienpaket, das groß genug ist, um das Unternehmen weitgehend zu kontrollieren, gewinnt eine institutionelle Schwäche deutscher börsennotierter Unternehmen an Bedeutung. Die Beteiligung der Aktionäre an der Hauptversammlung liegt in Deutschland deutlich unter dem Schnitt anderer Länder. Vielfach lässt sich mit ca. 25–30 Prozent der Stimmrechte eine faktische Mehrheit stellen und somit das Unternehmen kontrollieren. Die IWKA AG ist ein prominentes Beispiel für einen nachhaltig erfolgreichen Shareholderaktivismus ohne Mehrheitseigentümerschaft. Zunehmend öfter kann der Liste an Beispielen ein weiteres deutsches Unternehmen hinzugefügt werden. So überprüfte nach der Deutschen Börse auch DaimlerChrysler seine Aktionärsstruktur und stellte fest, dass bereits 15 Prozent der Aktien von Hedge-Fonds gehalten wurden. Der Deutschen Telekom wurde durch das Engagement von Black-

stone die Gefahr eines Aktionäraktivismus bewusst. Nach der IWKA AG ist Vossloh das jüngste Beispiel, bei dem der Finanzinvestor Guy Wyser-Pratte mit einer Beteiligung von nur 3 Prozent versucht, den Vorstand dazu zu bewegen, die Lokomotivsparte zu verkaufen. Diese Beispiele zeigen, dass feindliche Übernahmen bzw. Aktionärsaktivismus gerade in der heutigen Zeit Erscheinungen sind, die von Unternehmen dementsprechend in ihren strategischen Überlegungen einzurechnen sind. Diesem Zweck folgt auch die Analyse, die dazu dient herauszufinden, welche deutschen Unternehmen aus dem DAX vor feindlichen Übernahmen bzw. Aktionärsaktivismus besonders gefährdet sind.

1.2 Elemente einer Anfälligkeitsanalyse

Nachfolgend stellen wir ein einfaches Instrument vor, das indikative Aussagen liefert, ob ein Unternehmen Merkmale aufweist, die es für feindliche Übernahmen und Aktionäraktivismus interessant machen. Die Bestandteile der Analyse werden dabei aus der Strategie von Finanzinvestoren abgeleitet. Die ausgewählten Faktoren in dieser Analyse sind zum einen eine entsprechende Aktionärsstruktur und auf der anderen Seite gewisse Finanzkennzahlen, die Aufschluss über ungenutztes Potenzial und über die Möglichkeit der Anwendung von Financial Engineering geben.

1.2.1 Analyse der Aktionärsstruktur und Kontrolle der Handelsvolumina

Um die Gefahr einer feindlichen Übernahme frühzeitig zu erkennen, gehört es zu den täglichen Aufgaben des Managements, die Aktionärsstruktur sowie die Eigentümer von festverzinslichen Wertpapieren und Wandelanleihen kontinuierlich zu analysieren und eventuelle Veränderungen in den Handelsvolumina der Wertpapiere zu identifizieren. Da zahlreiche Finanzinvestoren ausländischer Herkunft sind, und viele institutionelle Investoren in Deutschland durch den Verkauf großer Aktienpakete den Streubesitz erhöht haben, muss außerdem die geografische Zusammensetzung der Aktionärsbasis kontinuierlich beobachtet werden. Des Weiteren sind starke Schwankungen in den Handelsvolumina zu identifizieren, da es Indikatoren für systematische Käufe bzw. »Dawn Raids« sein könnten. Trotz der vermeintlichen Trivialität dieser Maßnahmen ist ihre Bedeutung

nicht zu unterschätzen, was einmal mehr durch das bereits erwähnte Beispiel DaimlerChrysler verdeutlicht wird.

1.2.2 Größenvergleich und Portfolioanalyse

Für die weiteren Bestandteile der Anfälligkeitsanalyse ist die Definition einer entsprechenden Vergleichsgruppe von besonderer Bedeutung. In dieser Vergleichsgruppe sollten internationale Unternehmen enthalten sein, da auch Firmenjäger globale Bewertungsmodelle anwenden. Ein erster Schritt ist ein Größenvergleich, wobei es sich hier um einen Benchmarking-Prozess handelt, in dem die Marktkapitalisierungen der Vergleichsunternehmen gegenübergestellt werden. Obwohl in der Vergangenheit eher kleinere Unternehmen im Fokus von Finanzinvestoren standen, kann durch die steigende Liquidität und die Kostenstruktur dieser Investoren argumentiert werden, dass größere Unternehmen bei unwesentlich größerem Aufwand, z.B. in der Analyse und Bewertung, attraktivere Ziele darstellen. Hier kann auch ansatzweise die »Conglomerate Discount«-Theorie angeführt werden, die besagt, dass Konglomerate vom Kapitalmarkt im Vergleich zu der Summe der einzelnen Unternehmenssparten mit einem Discount bewertet werden. In diesem Fall kann der Finanzinvestor durch den Verkauf von Nicht-Kernsegmenten oder unprofitablen Unternehmensteilen Liquidität generieren, die zur Finanzierung des Erwerbs genutzt oder aber durch eine Dividendenausschüttung direkt dem Aktionär zugeführt werden kann. Dieser Tatbestand verdeutlicht, dass nicht nur die Größe des Unternehmens, sondern insbesondere auch die Vermögenszusammensetzung von herausragender Bedeutung ist.

1.2.3 Performance- und Bewertungsanalyse

Finanzinvestoren suchen vorzugsweise Unternehmen, die in der Vergangenheit eine unterdurchschnittliche Aktienkursentwicklung und niedrige operative Margen im Vergleich zu ihrer Vergleichsgruppe gezeigt haben. Eine Begründung hierfür ist, dass eine vergleichsweise schlechte Aktienkursentwicklung und niedrige operative Margen als Argument angeführt werden können, um das Management unter Druck zu setzen.

Die Bewertungsanalyse wiederum gibt Aufschluss darüber, ob das Unternehmen aktuell mit einem Auf- bzw. Abschlag am Kapitalmarkt bewertet wird. Bewertungsrelationen, die hier angewendet werden können, sind z.B.

das Preis-/Buchwert- bzw. das Kursgewinnverhältnis (KGV). Auch unterstützende Literatur¹⁾ besagt, dass potenzielle Zielunternehmen häufig niedrige Bewertungsmultiplikatoren aufweisen.

1.2.4 Analyse der Kapitalstruktur

Da von Finanzinvestoren überschüssige Barmittel für Dividendenausüttungen bzw. als Finanzierungsquelle für die Übernahme genutzt werden können, sind Unternehmen, die einen hohen Bestand eben dieser aufweisen, besonders anfällig. Auf der Passivseite ist des Weiteren das Potenzial zu untersuchen, mehr Fremdmittel aufzunehmen (Debt Capacity), da Finanzinvestoren einen Großteil des Kaufpreises mit Fremdkapital finanzieren. Die Möglichkeit, viel Fremdkapital zu verwenden, ist dahingehend wichtig, weil Finanzinvestoren im Gegensatz zu strategischen Investoren nicht von Synergien profitieren und somit eine Prämie zu einem Großteil durch die Effekte des Financial Engineering begründen. Daher muss es Ziel eines jeden Unternehmens sein, stets eine optimale Finanzierungsstruktur aufzuweisen.

1.3 Einschätzung der DAX-Unternehmen

1.3.1 Methodik und Datenerhebung

Im weiteren Verlauf werden von den soeben erläuterten Komponenten der Anfälligkeitsanalyse ausgewählte auf die DAX-Unternehmen angewendet, um sie auf ihre Validität zu überprüfen. Die Anfälligkeit eines Unternehmens wird hier anhand von zwei Dimensionen gemessen: Eine Dimension bildet die bestehende Aktionärsstruktur und die zweite ein »Korb« von Bewertungsrelationen und Finanzkennzahlen. Diese Kennzahlen bzw. Relationen beinhalten die operative Marge, den Verschuldungsgrad, das Verhältnis von liquiden Mitteln zum Umlaufvermögen, das KGV, das Preis-/Buchwertverhältnis und die Ausschüttungsquote. Diese Kennzahlen werden für alle DAX-Unternehmen und ihre Vergleichsgruppe, die aus fünf bis neun international vergleichbaren Unternehmen (definiert durch den ThomsonFinancial SIC Code) besteht, erhoben.

1) Wirtz, 2003, S. 45ff.
Zenner/Shivdasani/Dries, 09/2005, S. 5, 13.

Tabelle 1.1: Übersicht Vergleichsgruppen

	Allianz	Altana	BASF	Bayer	BMW	Commerzbank	Continental	DaimlerChrysler	Deutsche Bank
Adidas Corp.	American International Group Inc	Andreae-Norris Zahn AG	Air Liquide R	Astrazanecca Plc	Audi AG	Banca Intesa	Bridgestone Corp.	Ford Motor Company	ABN Amro Holding NV
Nike Inc	AXA	Astellas Pharma Inc	Akzo Nobel NV	GlaxoSmith-Kline Plc	Fiat	Banco Bradesco SA	Goodyear Tire & Rubber Company	General Motors Corp.	Bank Of America Corp.
Pou Chen Corp.	Ergo Versicherung AG	Chugai Pharmaceutical Company Limited	Dow Chemicals Company	PPG Industries Inc	Honda Motor Company Limited	Bank of China Ltd.	Hankook Tire Company Limited	Honda Motor Company Limited	BNP Paribas
Puma AG	Generali	Eisai Company Limited	Du Pont El De Nemours	Johnson & Johnson	Hyundai Motor Company Limited	Bayer Landesbank	Michelin	Peugeot SA	Credit Suisse Group
Timberland Company	Zurich Financial Services	Forest Laboratories	Linde AG	Merck & Company Inc	Mazda Motor Corp.	Dexia	Pirelli & Company Spa	Toyota Motor Corp.	Hbos PLC
Yue Yuen Industrial Holdings Limited		Kyowa Hakko Kogyo Company Ltd		Novartis AG	Mitsubishi Motors Corp.	National Australia Bank Limited	Sumitomo Rubber Industries Limited	Volkswagen AG	HSBC Holdings PLC
		Sanacorp Pharamahandel		Pfizer Inc	Nissan Motor Company Limited	Nordea Bank AB	Toyo Tire & Rubber Company Limited	JP Morgan Chase & Company	
		Taisho Pharmaceutical Company Limited		Roche Holding	Peugeot SA	Royal Bank Of Canada	Yokohama Rubber Company Limited	Royal Bank Of Scotland Group PLC	
		Teva Pharmaceutical Industries Limited			Renault SA	Unicredito Italiano Spa		Societe Generale	
		UCB SA			Volkswagen AG	Washington Mutual Inc		UBS AG	

Tabelle 1.1: Übersicht Vergleichsgruppen – Fortsetzung

Deutsche Börse	Deutsche Lufthansa	Deutsche Post	Deutsche Telekom	Eon	Fresenius	Henkel	Hypo Real Estate	Infineon	Linde
Cbot Holdings	Air France-KLM	Fedex Corp.	AT & T Inc	Endesa SA	Coventry Healthcare Inc Com	Church & Dwight Company Inc	Aareal Bank AG	Applied Materials Inc	Air Liquide R
Chicago Mercantile Exchange Holdings Inc	AMR (American Airlines) Corp.	Geodis SA	France Telecom	Enel	Express Scripts Inc	Henkel AG	Countrywide Financial Corp.	Asustek Computer Inc	Akzo Nobel NV
Euronext NV	Delta Air Lines Inc	TNT NV	Nippon Telegraph & Telephone Corp.	Energie Baden Wuerttemberg	Gambro AB	Hindustan Lever Limited	Doral Financial Corp.	Hymix Semiconductor Inc	Asahi Kasei Corp.
Investment Technology Group	Deutsche Lufthansa AG	United Parcel Service Inc	Telecom Italia	Exelon Corp.	Health Net Inc	Kao Corp.	Freddie MAC	Intel Corp.	BASF AG
Nasdaq Stock Market Inc	Japan Airlines Corp.	Yamato Holdings Company Limited	Telefonica SA	Unified Energy Systems	Humana Inc	Lion Corporation	Hypo Real Estate Holding	NEC Electronics	Dow Chemicals Company
	UAL Corp.		Verizon Communications Inc		Quest Diagnostics Inc	Shiseido Company Limited	NATIONWIDE BUILDING SOCIETY	Samsung Electronics Company Limited	Du Pont El Nemours
					Tenet Healthcare Corp.		New Century Financial Corp.	Stmicroelectronics	Huntsman Corp.
					Triad Hospitals Inc		Northern Rock PLC	Taiwan Semiconductor Manufacturing Company	Reliance Industries Limited
					Universal Health Services			Texas Instruments Inc	Sumitomo Chemical Company Limited

Tabelle 1.1: Übersicht Vergleichsgruppen – Fortsetzung 2

Man	Metro	Münchener Rück	RWE	SAP	Schering	Siemens	ThyssenKrupp	TUI	VW
Caterpillar Inc	Aeon Company Limited	Berkshire Hathaway Inc	Chubu Electric Power Company Inc	CA Inc	Alfresa Holdings Corp.	Lucent Technologies Inc	Corus Group PLC	China Travel International Investment Ho	BMW AG
CNH Global	Costco Wholesale Corp.	Converium Holding	EDF	Electronic Arts Inc	Alliance Unichem PLC	Nortel Networks Corp.	Kobe Steel Limited	First Choice Holidays PLC	Daimlerchrysler AG
CNH GLOBAL N.V.-ADR	PPR SA	Everest RE Group Limited	Kansai Electric Power Company Inc	Konami Corp.	Andrease-Noris Zahn AG	Ricoh Company Limited	Mittal Steel Company NV	Kuoni Reisen	Fiat
Deere & Company	Rallye	Hannover Rueckversicherung AG	Korea Electric Power Corp.	Microsoft Corp.	Express Scripts Inc	Safran SA	Nippon Steel Corp.	Transat AT Inc	Ford Motor Company
Isuzu Motors Limited	Target Corp.	QBE Insurance Group Limited	Tokyo Electric Power Company Inc	Nvidia Corp.	Galenica	Vivendi Universal SA	United States Steel Corp.	Viaggi Del Ventaglio	General Motors Corp.
Komatsu Limited	Wal Mart Stores Inc	Swiss Reinsurance Company AB	VATTENFALL	Oracle Corp.	Mediceo Pallac Holdings Company				Honda Motor Company Limited
Volvo AB				Symantec Corp.	Sanacorp Pharamahandel				Nissan Motor Company Limited
					Suzuken Company Limited				Peugeot SA
					Toho Pharmaceutical Company Limited				Toyota Motor Corp.
					Vital-Net Inc				

Quelle: Thomson One Banker (SIC Code).

Als erste Dimension wird die Aktionärsstruktur herangezogen. Wie zuvor erläutert, sind Unternehmen insbesondere dann anfällig, wenn sich bereits Gefahrengruppen, z. B. Hedge-Fonds unter den Aktionären befinden. Halten diese bereits einen derart hohen Anteil an dem Unternehmen, dass sie Entscheidungen des Unternehmens beeinflussen können, wird das Unternehmen entsprechend der Bewertungsskala mit einer »5« eingestuft. Des Weiteren ist ein hoher Streubesitz ein Risikofaktor, da dieser Finanzinvestoren ermöglicht, einen wesentlichen Anteil durch offene Marktkäufe zu erwerben.²⁾ Im Gegensatz dazu dienen Großaktionäre als Schutzschild. Eine Bewertung auf der Skala mit einer »3« findet entsprechend Anwendung, falls sich ein Großaktionär unter den Aktionären befindet oder sich das Unternehmen durch einen niedrigen Streubesitz auszeichnet. Ist es für den Finanzinvestor unmöglich, einen signifikanten und somit einen beeinflussenden Anteil zu erwerben, wird das Unternehmen mit einer »1« eingestuft. Des Weiteren ist die Aktiengattung von Wichtigkeit, da sich manche Unternehmen durch die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien geschützt haben.

Die zweite Dimension bilden die Finanzkennzahlen und Bewertungsrelationen. Um die Komplexität zu reduzieren, werden im Folgenden lediglich ausgewählte Finanzkennzahlen erläutert und entsprechend errechnet:

- Der Größenvergleich wird dahingehend angewendet, dass die Analyse die DAX-Unternehmen umfasst, die aufgrund ihrer Größe als besonders attraktiv für Finanzinvestoren zu sehen sind. Aspekte wie eine erhöhte Öffentlichkeitswirkung werden hierbei außer Acht gelassen. Die Portfolioanalyse wiederum bedarf einer genauen, intensiven Betrachtung und ist daher zu komplex für die vereinfachte Darstellung in diesem Beitrag.
- Die operative Marge ist ein Indikator für die operative Performance und somit ein Faktor, an dem das Management gemessen wird. Daher kann bei einer entsprechend schlechten Entwicklung das Management unter Druck gesetzt werden, z.B. unprofitable Segmente abzustoßen.³⁾
- Das KGV ist ein Bewertungsmultiplikator und zeigt eine potenzielle Über- bzw. Unterbewertung des Unternehmens.⁴⁾ Zwar sollten in der Praxis, um den Eigenheiten einer jeden Industrie gerecht zu werden, unterschiedliche Bewertungsmultiplikatoren angewendet

2) Vgl. Bethel/Porter Liebeskind/Opler, 1998, S. 606.

4) Vgl. Zenner/Shivdasani/Dries, 2005, S. 5, 13; Wirtz, 2003, S. 451f.

3) Vgl. Jensen, 1986, S. 329.

werden, allerdings wird nachfolgend zur Vereinfachung das KGV herangezogen. In dieselbe Betrachtung fällt auch das Preis-/Buchwertverhältnis, welches im Extremfall Unternehmen identifiziert, die einen höheren Buch- als Eigenkapitalwert haben.

- Das Verhältnis von liquiden Mitteln zum Umlaufvermögen deutet auf überflüssige Cashbestände hin, die für Ausschüttungen und zur Finanzierung der Übernahme genutzt werden können.⁵⁾
- Der Verschuldungsgrad (gemessen durch das Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital) zeigt das Potenzial, weiteres Fremdkapital in das Unternehmen einzubringen (Debt Capacity).
- Die Höhe der Gewinnausschüttung wird als Indikator für die potenzielle Erhöhung des direkten Cashflows für die Aktionäre angewendet. Die direkte Zuführung von Barmitteln ist ein wichtiges Argument für die Aktionäre, den Finanzinvestor zu akzeptieren, da Dividenden neben den Kurssteigerungen einen bedeutenden Teil ihrer Rendite ausmachen.⁶⁾

Die Kennzahlen bzw. Bewertungsrelationen der DAX-Unternehmen werden in einem nächsten Schritt dem Durchschnitt der Vergleichsgruppe gegenübergestellt. Hier findet eine Bewertung auf einer Skala von 1–5 statt, welche die Stärke bzw. Schwäche des jeweiligen Indikators zum Ausdruck bringt. Die Skala ist dabei wie folgt: 1 – kein Risiko; 2 – geringes Risiko; 3 – neutral; 4 – erhöhtes Risiko und 5 – sehr hohes Risiko. Weicht die Kennzahl bzw. der Bewertungsmultiplikator nicht mehr als 10 Prozent positiv oder negativ vom Durchschnitt der Vergleichsgruppe ab, so wird diese als risikoneutral eingestuft (»3«). Bei einer Abweichung zwischen 10–20 Prozent erhält diese Kategorie die Einstufung »2« bzw. »4«. Bei einer Abweichung größer als 20 Prozent ist die maximale bzw. geringste Risikostufe erreicht, was durch eine »1« bzw. »5« entsprechend belegt wird. Für alle Kennzahlen, außer dem Verhältnis von liquiden Mitteln zum Umlaufvermögen, ist ein höherer Wert für das DAX-Unternehmen im Vergleich zum Durchschnitt der Vergleichsgruppe negativ zu bewerten.

Die Kennzahlen werden anschließend ihrer Bedeutung entsprechend gewichtet, was stets eine subjektive Einstufung durch die analysierende Person erfordert. Die nachfolgende Einordnung ist somit für weitere Analysen eventuell noch einmal neu zu skalieren, die grundsätzliche Aussagefähigkeit des hier dargestellten Vorgehens sollte davon allerdings unberührt bleiben.

5) Vgl. Faleye, 2004, S. 2059.

6) Vgl. Jensen, 1986, S. 329.