

Ivo G. Caytas/Julian I. Mahari

Im Banne des Investment Banking

Fusionen und Übernahmen überleben den Crash '87

Mit einem Geleitwort von
Fritz Leutwiler und Hans Siegwart

| | |
|---------------------------------|----------|
| TECHNISCHE HOCHSCHULE DARMSTADT | |
| Fachbereich 1 | |
| Gesamtbibliothek | |
| Betriebswirtschaftslehre | |
| Inventar-Nr.: | 39.781 |
| Abstell-Nr.: | A.05/384 |
| Sachgebiete: | 0.3.2 |

1988

FACHVERLAG FÜR WIRTSCHAFT UND STEUERN
SCHÄFFER GMBH & CO STUTTGART

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Abbildungsverzeichnis | 17 |
| Vorbemerkung der Autoren | 19 |
| 1. Geschichte, Ursachen und Grundlagen des Übernahmegeschäftes | 21 |
| BEVOR WIR NOCH ZUR SACHE KOMMEN | 21 |
| WHAT'S IN A NAME? | 22 |
| MERGERS & ACQUISITIONS: AM ANFANG WAR DAS WORT | 23 |
| WOHIN DER STIER EUROPA TRUG | 24 |
| DIE ENTWICKLUNG DER BISHERIGEN PRAXIS | 26 |
| Der seltsame Weg vom amerikanischen Sonderfall zur weltweiten Perspektive in «Corporate Finance» 26 – Vielfalt von Ursachen für eine Wirkung 27 – Der Unternehmer: Phoenix aus der Asche? 30 – Der Markt für «Corporate Control» 31 – Marktanteile 32 – Wachstum 33 – Synergien 34 – Versorgung 35 – Risikostreuung 35 – Günstige Gelegenheiten 35 – Unterbewertungen 36 – Gewinnpolitik 37 – Placierungspolitik 39 – Kapitalstruktur 39 – Ehrgeiz 39 – Prävention 40 – Kotierung und Status 40 – Verlustvorträge 41 – Personal 41 – Crash of '87: Requiem oder Renaissance? 41 – The Day after 43 – Chronik der laufenden Ereignisse 45 | |
| 2. Die Suche nach dem geeigneten Objekt | 51 |
| KRITERIEN DER SUCHE: WAS PASST INS MOSAIK? | 51 |
| MIT SPÜRHUNDEN, ODER DOCH LIEBER MIT ARGUSAUGEN? Die Augen und Ohren des Königs 52 – Kam ein Spion bei Sturm und Regen... 55 | 52 |
| EIN ANFORDERUNGSPROFIL: NOTHING BUT THE BEST FOR THE BEST | 56 |

| | |
|--|-----|
| 3. Unternehmensbewertung: Eine Quadratur des Kreises | 59 |
| DAS PROBLEM DER BEWERTUNGSEINHEIT | 61 |
| ERTRAGSGESICHTSPUNKTE | 62 |
| PROGNOSEDETERMINANTEN | 63 |
| Zinsen: Reservat für Gurus? 64 – Ertragswert- und Substanzwert- methode 66 – Ertragswertberechnung 66 – Substanzwertberechnung 67 – Liquidationswert 67 – Going Concern-Wert 67 – Wiederbeschaf- fungswert 68 – Börsenwert 68 – Bewertungsgutachten 70 | |
| AUF DEN SPUREN DES FLÜCHTIGEN REALISMUS | 70 |
| 4. Die Rolle professioneller externer Berater | 73 |
| FREIHÄNDIGE GEHVERSUCHE? | 73 |
| GRUNDSÄTZLICHES ZUR CORPORATE FINANCE-BERATUNG | 74 |
| ROLLENVERSTÄNDNIS UND KAPAZITÄTEN EXTERNER BERATER | 77 |
| Die Tätigkeiten der Bank 81 – Die Vorstufen der Transaktion 83 – Si- cherstellung professioneller Fairness 84 – Der amerikanische Weg 85 – Der englische Weg 87 – Der schweizerische Weg 88 – Dokumentation 89 – Finanzierung 89 – Externe Nicht-Bank-Experten 90 – Anwälte 91 – Steuerexperten 93 – Handänderungssteuern 93 – Kapitalgewinnsteu- ern 94 – Körperschaftssteuern 94 – Steuerliche Nutzung von Verlust- vorträgen 94 – Gewährleistungszusagen 95 – Kurzfristige Investments und Spekulationssteuern 95 – Buchprüfer 95 – Sonstige Experten 96 – Börsenagenten und Stockbroker 97 – Bewertungsspezialisten 97 – Koordinatoren, Treuhänder und Kontrollore 97 | |
| 5. M & A bei Wilhelm Tell: Der Fall Asea Brown Boveri | 99 |
| DIE AUSGANGSLAGE IN DER ELEKTROINDUSTRIE | 99 |
| Ein Schlaglicht auf Brown Boveri 101 – Gegenüberstellung der Partner in Zahlen 102 | |
| DIE GEPLANTE KONZERNSTRUKTUR | 104 |
| Organisatorische, finanzielle und personelle Grundlagen 104 – Der Einfluss der Steuern auf das Konzerndesign 108 | |
| WEDER HOSTILE NOCH TAKEOVER: EIN IDYLL IN EUROVISION | 109 |
| UNTIEFEN UND HÜRDEN | 111 |
| 6. Beginn und Fortgang der Verhandlungen: Verwicklungen im Nadelstreif | 117 |
| DIPLOMATISCHE BEZIEHUNGEN | 117 |
| DIVIDE ET IMPERA | 118 |

| | |
|---|------------|
| GETRENNT MARSCHIEREN, VEREINT SCHLAGEN | 120 |
| DER FAKTOR ZEIT | 121 |
| RESERVEMUNITION: DAS ERÖFFNUNGSGEBOT | 122 |
| DIE STIMME DER VERNUNFT: DAS SCHLUSSGEBOT | 122 |
| CAVEAT EMPTOR: DER MANIPULATIVE VERKÄUFER | 123 |
| 7. Die Überschreitung des Rubikons oder die Kunst der unabwendbaren Attacke | 125 |
| DIE ERÖFFNUNG DES TURNIERS | 126 |
| Das türkische Aktionärs-Gambit I: Grundzüge für Anfänger 127– Türkisches Gambit II für Fortgeschrittene: Saturday Night Specials 128 – Das chinesische Management-Gambit: Hohe Schule für Konsenspolitiker 129 – Das typische Dagobert-Duck-Gambit: Viel Feind', viel Ehr' 133 | |
| TRITTBRETTARTISTEN UND ANDERE SCHWARZFAHRENDE ZEITGENOSSEN | 134 |
| Arbitrageure und Insider Trader 134 – Adam, Eva und der bewusste Baum: eine ewige Parabel des Verbotenen 135 – Nicht wegzudenken: der Engel mit dem Schwert 137 – Risk Arbitrage: Plädoyer für ein Flicken des Feigenblatts 137 – Allerdings: The Show must go on 140 – Greenmail 141 – Gewerkschaften und qualifiziertes Schlüsselpersonal 143 – Behörden: der Preis des Segens 144 | |
| 8. Jenseits netter Worte: Offertstrategien und Zahlungsbedingungen bei Hostile Takeovers | 145 |
| DIE ABC-STRATEGIEN DES KONTROLLERWERBS | 145 |
| Check A: Vereinfachung 147 – Check B: Verfügbarkeit 147 – Check C: Finanzierungsphantasie 147 – Und noch einmal: Steueraspekte 148 – Einsitz in Leitungsgremien 148 – Finanzierung einer Kapitalerhöhung 149 – Lektionen vom Kredithai: Langsam und in kleinen Stücken ist das Target zu verdrücken 149 – Kontrollierbarkeit des Targets 150 | |
| ÜBERWÄLTIGENDE GRÜNDE FÜR TOTALAKQUISITION | 151 |
| IMMER NOCH GUTE GRÜNDE FÜR TEILAKQUISITION | 151 |
| SYNERGIE: MÜNCHHAUSENS FATA MORGANA | 152 |
| ZAHLUNGSBEDINGUNGEN: STERNSTUNDEN DER WAHRHEIT | 153 |
| Der Barkauf 154 – Ratenzahlung: Visa takes you where you want to be 155 – Hoch über allen Zweifel erhaben? Des Käufers Bonität 155 – Verhandlungstaktische Überlegungen 156 – Probezeit und Risikobegrenzung 156 – Andante con variazioni: auch beim Preis 156 – Roll-Over-Investments 157 – Der klassische Aktientausch 157 – Demnächst in diesem Theater: Modulationen der Stimme 158 – Schuldpapiere 159 | |
| DIE KARTEN AUF DEN TISCH: UNTERBREITUNG DER OFFIZIELLEN OFFERTE | 160 |

| | |
|--|-----|
| Hostile Takeovers: kein Thema für nichtkotierte Targets 160 – Um so mehr: Hostile Takeovers bei Publikumsgesellschaften 162 – Gesamtwirtschaftliche Effekte 162 – Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt 163 – Ressourcenallokation 164 – Zwiespältige empirische Feststellungen 165 – Das Füllhorn der Steuern 165 – Litmus-Test für Manager 166 – Des einen Freud', des anderen Leid: auch unter Aktionären? 166 – Eine vorsichtige Zwischenbilanz 166 – Die Technik des Hostile Takeover 168 – Ausgangslage 168 – Dawn Raids: Angriff im Morgengrauen 169 – Fortsetzungskäufe: wegen grossen Erfolges prolongiert 169 – Zeitpunkt: der Zug fährt ab 170 – Preis: Auch in besten Kreisen spricht man dauernd über Geld 172 – Prospekt: Cassandra, mit freundlichen Grüßen 172 | |
| TRIO INFERNAL: MOBIL, MARATHON UND U.S. STEEL | 175 |
| Der Hintergrund 175 – Weisse und andere Ritter 176 – Gewaltmarsch durch die Institutionen 176 – Strategien 178 – Das richtige Timing beim Turnier: wann ist der Ruf nach dem Retter angebracht? 178 – Das Two-Tier-Offer oder Front-end Loaded Offer: wenig Spielraum für Spätentschlossene 179 – Der klassische Lock-up: die Freiheit, unter Brücken zu schlafen 181 – Ein Rückblick 184 | |
| 9. High Yield ohne High Risk? An Junk Bonds scheiden sich Geister und Emotionen | 187 |
| RATING | 187 |
| EINE ZÜNDEnde IDEE UND IHRE PRAKTISCHE VERWIRKLICHUNG | 188 |
| NEWCOMERS GEGEN DAS ESTABLISHMENT? | 191 |
| RISIKO BEI NÜCHTERNER BETRACHTUNG | 192 |
| SECURITIZATION ALS ZWANG ZU JUNK BONDS | 194 |
| VENTURE CAPITAL, WACHSTUMSTEMPO UND KOLLAPSBREICHEN | 195 |
| DIE PRAXIS DES EURO-JUNK: EIN BLICK AUF DIE SKEPTISCHE SCHWEIZ | 196 |
| 10. Leveraged Buyouts und Management Buyouts | 199 |
| HISTORISCHE WURZELN UND FUNKTIONEN DER LBOS UND MBOS | 200 |
| Gründe für die Entwicklung der Leveraged Buyouts: Überliquidität und Konglomeratstrukturen 201 – Finanzstruktur und Verfahren bei Leveraged Buyouts 203 – Konventionelle Fremdfinanzierung 206 – Nachrangige Darlehen und Zero Bonds 207 – Eigenkapital 209 – Begriff und Rolle des Sponsors beim Leveraged Buyout 209 – Der eigentliche Unternehmenskauf 212 – Kategorien von LBO-Objekten 213 – Erste Adressen 213 – Zweitklassige Objekte 214 – Problemobjekte 215 | |

| | |
|--|-----|
| KRITIK UND VORBEHALTE | 216 |
| MBOS ALS EXTREMFALL DES INSIDERGESCHÄFTS? | 218 |
| Insiderwissen als Transaktionsmotiv 219 – MBOs als Ausdruck ungetreuer Geschäftsführung 221 – Die problematische wirtschaftspolitische Grenzziehung 223 | |
| ZUKUNFTSTRENDS BEI LBOS | 224 |
| 11. Die Abwehr unerwünschter Avancen: Stabilität auf instabilen Wegen | 225 |
| MASSNAHMEN UNTER DEM STICHWORT ZUFRIEDENSTELLENDER GESCHÄFTSFÜHRUNG | 226 |
| Das Erste Gebot: Behandle Deine Aktionäre wie Dich selbst 226 – Alle Jahre wieder: Sehr geehrte Festversammlung 226 – Erwerb eigener Aktien: wohin geht die Rechnung? 227 – Das Zweite Gebot: Pflege Deinen Kapitalmarkt fast so sehr wie Deinen Mercedes 228 – Heiteres Reservenraten 229 – Ordensregeln für die Bruderschaft 229 – Modeschau 229 – Because we care 230 – Wir informieren 230 – Wie geht's dem Herrn Gemahl, Madame? 231 – Big Brother is watching you 231 – Members only 232 – Das Dritte Gebot: Denke die Gedanken Deines Feindes 232 – Periodische Diätkuren 232 – Vom Brain-Storm zum Brain-Hurricane 233 – Deine Rede sei «Ja, ja, nein, nein» 233 – Old Boys Club 233 | |
| MASSNAHMEN, DIE EINE TAKEOVER-OFFERTE UNATTRAKTIV MACHEN SOLLEN | 234 |
| Änderung der Spielregeln 235 – Sitzverlegung der Gesellschaft 235 – Staggered Boards und Golden Parachutes 237 – Bürokratische Hürden für Dissidentenanträge 237 – Ausgabe von Stimmrechtsaktien 238 – Ausgabe von stimmrechtslosen Aktien 238 – Vinkulierung von Namenaktien 240 – Einbau tückischer Fallen in die finanzielle und organisatorische Struktur des Unternehmens 240 – O wackerer Apotheker, Dein Gift wirkt schnell: die klassische Poison Pill 242 – Nur noch bedingt toxisch: vertragliche Poison Pills 243 – Poison Pills in der eigenen Organisationsstruktur 244 – Aufbau eines verbündeten Koalitionspakets 244 – Wir wollen sein ein einig Volk von Brüdern: Aktionärbindungsverträge 244 – Eine Hand wäscht die andere (manchmal): gegenseitige Beteiligungen 245 – Nebenfolgen der Freundschaft: verbündete Aktienpakete 245 – Lehren aus dem Kuhhandel: Stimmrechtskauf 245 – Acquisitions und Spin-Offs 246 – Doppelaktien 246 – Präventivschlag gegen den Aufkäufer 246 – Pac-Man und Star Wars an der Börse 247 – Greenmail: die Angst des Tormanns beim Elfmeter 247 – Nie sollst Du mich befragen: der mutige Eingriff des Weissen Ritters 248 | |
| MASSNAHMEN, DIE EINE BEREITS VERLAUTBARTE OFFERTE ZU FALL BRINGEN SOLLEN | 249 |
| Nachrichten vom Weihnachtsmann 249 – Der sachlich-moralische | |

Angriff auf Offerte und Offerent 250 – Management Buyout als letzter Verzweiflungsakt 251 – «Haltet den Dieb» in Gerichten und Öffentlichkeit 252 – Kurspflege oder was immer man darunter versteht 253 – Gedanken zur Methodenwahl 254

KEIN ORDEN FÜR PICKENS: CITIES SERVICE UND MESA
PETROLEUM

255

Der unterschätzte Gegner 255 – Wer hat, dem wird gegeben: Wege zur nicht vorhandenen Finanzierung 258 – Mit unirdischen Waffen: Pac-Man 260 – Viel Spass noch, Pyrrhus! 261 – See you in court... 263

12. Shark Repellent auf Helvetisch: Vinkulierte Namenaktien als Maginot-Linie des Establishments

265

EINE LANZE FÜR DIE FREIHEIT: LET MY PEOPLE GO

265

ETWAS LICHT INS DUNKEL

267

PRIDE AND PREJUDICE

271

ANSÄTZE DES GUTEN WILLENS

272

UND SIE ÜBERTRÄGT SICH DOCH

274

ANSTELLE EINES PLÄDOYERS

276

13. Spin-Offs (Disposals): Zum ersten, zum zweiten...

277

DER PSYCHOLOGISCHE HINTERGRUND: KOH-I-NOOR UND DAS SPALTEN VON ROHDIAMANTEN

278

SACHLICHE GRUNDLAGEN FÜR DEN SPIN-OFF-ENTSCHEID

280

Kosten-Nutzen-Alternativen 281 – Kapitalintensität 281 – Rentabilität 281

KRITISCHE VORBEHALTE

282

TECHNISCHE ASPEKTE BEI SPIN-OFFS

282

Informationsstrategie 282 – Und noch einmal: Timing 283 – Auktionsstimmung 284 – Finanzierungsfragen 285

SPIN-OFFS IN BESONDEREN SITUATIONEN

285

Mittelbeschaffung und Schuldenabbau 285 – Going Public und Kotierungshandel 286 – Abwehr von Käuferinteresse 288 – Management Buyout 288

14. Equity unter sehr verschiedenen Gesichtspunkten: Das Pendeln zwischen Going Public und Going Private

289

DIE VERLORENE ANGST VOR DEM KURSBLATT

289

STRATEGISCHE ÜBERLEGUNGEN

293

KURZFRISTIGES DENKEN UND FORMENVIELFALT

296

PING-PONG: VOM FREIZEITWERT ZUM BÖRSENWERT

297

WARUM NICHT AUCH BEI UNS?

298

| | |
|--|-----|
| 15. The Day after: Integration und Konsolidierung | 303 |
| DIE ÜBERGANGSPERIODE: ENDE DER FLITTERWOCHEN | 303 |
| WIE AUS ENTtäUSCHUNGEN MANCHMAL DOCH NOCH STÄRKEN WERDEN: DIE SCHIFFFAHRT UM SCYLLA UND CHARYBDIS | 305 |
| INTEGRATIONSTECHNIKEN | 309 |
| Die Postmerger Task Force 309 – Managementintegration 310 | |
| DAS JÜNGSTE GERICHT | 312 |
| 16. Behördliche Eingriffe und Antitrust: Ein Dogma bekommt Risse | 315 |
| GRALSHÜTER DER CHANCENGLEICHHEIT | 315 |
| WIE SCHÄDLICH IST DER WETTBEWERB? | 316 |
| INTERNATIONALE PROBLEME: WILLKOMMEN IN TIEFSTER PROVINZ | 317 |
| EIN EUROPÄISCHER TAKEOVER-KODEX? | 322 |
| Ein Hauch von Einheit 322 – Die Praxis der Wettbewerbsaufsicht in der Bundesrepublik Deutschland 323 | |
| WAS HEISST HIER «EINE FRAGE DER MENTALITÄT»? | 325 |
| DAS SCHWERE JOCH DER KOEXISTENZ | 329 |
| Dein Freund und Helfer 329 – «Politiktreue» der Wirtschaft als Widerspruch und Realität 330 | |
| 17. Noch lange kein Schlusswort: Ein vorsichtiger Blick in die Zukunft des Mergers & Acquisitions-Geschäfts | 333 |
| WETTBEWERBSASPEKTE | 334 |
| RISIKOASPEKTE | 337 |
| NEUE OPERATIONSFELDER UND VERANTWORTUNGEN | 338 |
| Zwang zur Parteinahme für Banken und Intermediäre 339 – Gesamtwirtschaftliche Stabilisierungs- und Sanierungsimpulse der Banken: Phasen im Wachstumsprozess 340 – Wettbewerb zwischen Banken und Kunden 341 | |
| EIN DELPHISCHES ORAKEL FÜR EUROPA? | 344 |
| Löwe und Einhorn 345 – Spätberufene: Frankreich und Italien 345 – Der nicht so kühle Norden 346 – Schweiz: die Stunde vor dem Aufbruch 348 – Der überraschende Kontrast: keine Anregungen aus dem Land der aufgehenden Sonne 350 | |
| INTERNATIONALISIERUNG | 351 |
| Gesamtwirtschaftlicher Rahmen 351 – Luftgeschäfte als problembeladenes Beispiel: die europäische Airline- und Aerospace-Industrie 352 – Skepsis angebracht? 354 | |
| SECURITIZATION | 355 |
| STILWANDEL UND WERTWANDEL IM MANAGEMENT | 356 |
| M & A: SYMPTOM, NICHT URSACHE | 357 |

| | |
|---|-----|
| Anhang | 361 |
| Checklist: Was bei der Beurteilung der Akquisition eines Unternehmens vom Käufer an Informationen benötigt wird | 363 |
| Glossar des internationalen Investment Banking: Mergers & Acquisitions in Wort und Schrift | 377 |
| Literatur | 401 |
| Quellen | 411 |