

---

Dissertation

zur Erlangung des akademischen Grades  
doctor rerum politicarum (Dr. rer. pol.)

am Fachbereich IV  
der Universität Trier

**Abwehrstrategien bei Unternehmensübernahmen:  
Eine spieltheoretische Analyse für die Stahlbranche**

---

vorgelegt von  
Dipl.-Kfm. Pavlo Smilyanets  
Im Avelertal 37-B, 54295 Trier

Erstgutachter: Prof. Dr. Hellmuth Milde  
Zweitgutachter: Prof. Dr. Axel G. Schmidt

Prüfung: 01.12.2008



Berichte aus der Betriebswirtschaft

**Pavlo Smilyanets**

**Abwehrstrategien bei Unternehmensübernahmen:  
Eine spieltheoretische Analyse für die Stahlbranche**

Shaker Verlag  
Aachen 2009

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek**

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

Zugl.: Trier, Univ., Diss., 2008

Copyright Shaker Verlag 2009

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

ISBN 978-3-8322-8230-1

ISSN 0945-0696

Shaker Verlag GmbH • Postfach 101818 • 52018 Aachen

Telefon: 02407 / 95 96 - 0 • Telefax: 02407 / 95 96 - 9

Internet: [www.shaker.de](http://www.shaker.de) • E-Mail: [info@shaker.de](mailto:info@shaker.de)

## Geleitwort

Entscheidungen bei einer Übernahme sind Paradebeispiele für strategisches Denken und Handeln. Die Besonderheit von strategischen Entscheidungssituationen besteht darin, dass die Zukunft der beteiligten Parteien wechselseitig voneinander abhängig ist. Man spricht dabei von strategischer Interdependenz. Die besten Beispiele hierzu sind Spiele wie Schach oder Poker. Hier hängt die Situation des zweiten Spielers entscheidend davon ab, was der erste Spieler getan hat. Umgekehrt muss der erste Spieler bereits im Vorfeld berücksichtigen, was der zweite tun kann. Wenn man sich mit Entscheidungssituationen bei strategischer Interdependenz beschäftigt, betreibt man definitionsgemäß Spieltheorie. Weitere konkrete Beispiele für die Entscheidungssituationen mit strategischer Interdependenz sind die Kubakrise von 1962 oder die aktuelle Finanzmarktkrise.

Es ist erstaunlich, dass in der Literatur die Spieltheorie bei der Analyse von Übernahmefällen selten oder nie verwendet wird. Man spricht zwar oft von der „strategischen Perspektive“, die strategische Analyse-Methode wird aber ignoriert. In den Lehrbüchern geht es u.a. um die Motive, die Synergie-Effekte, die Bewertungs-Fragen, die Organisations- und Deal-Strukturen, das Stichwort „Spieltheorie“ fehlt jedoch fast immer. Mit seiner Dissertation korrigiert Herr Smilyanets korrigiert diese Unterlassungsünde.

Herr Smilyanets zeigt anhand eines konkreten Falles, wie man bei Einsatz der Spieltheorie vorgehen muss. Er begründet auch, weshalb allgemeine Diskussionen zum Thema „strategisches Handeln in Übernahmesituationen“ unbefriedigend bleiben müssen. Erst der konkrete Übernahmefall ermöglicht die Berechnung von Auszahlungen in jeder denkbaren Strategiekombination. Und nur so ist man in der Lage, das Spielmodell festzulegen und die Spiellösung zu finden. Nebenbei bemerkt, ist es interessant festzustellen, dass die Lösungen sehr unterschiedlicher Fälle viele Gemeinschaften haben: Bei Arcelor und Dofasco geht es wie bei Sherlock Holmes und Professor Moriarty aus der Erzählung von Conan Doyle um die spannende Frage, wer zuerst „aussteigt“. Auch im Spielfilm „... denn sie wissen nicht, was sie tun“ (Rebel Without a Cause) mit James Dean geht es darum, wer zuerst abspringt.

Herr Smilyanets behandelt in seiner Dissertation die Entscheidungssituation eines Übernahmefalles aus der Stahlbranche: Arcelor will und wird Dofasco übernehmen. Dabei stellt der Autor die Abwehrstrategien von Dofasco in den Mittelpunkt seiner Analyse. Er geht folgendermaßen vor: Zuerst werden alternativen Ablaufszenarien

ausgearbeitet; danach wird das Spielmodell konstruiert; schließlich wird die Lösung ermittelt. Bei der Bewertung der Strategiealternativen im Spielmodell wendet Herr Smilyanets eine neuartige Methode an. Neben der Berücksichtigung von qualitativen Aspekten, berechnet er aus den Cashflow-Daten sogenannte Deltagrößen, also Veränderungswerte, die er später in Präferenzgrößen für seine beiden Spieler transformiert. Die Lösungen des Spielmodells, also Gleichgewichte, präsentieren die optimalen Strategiekombinationen von Dofasco und Arcelor.

In seiner Dissertation hat Herr Smilyanets hervorragend gezeigt, wie man das spieltheoretische Instrumentarium für die Lösung konkreter Entscheidungssituationen einsetzen kann. Soweit ersichtlich, betritt diese Arbeit ein wissenschaftliches *terra incognita* und ist zweifellos durch ein bemerkenswertes Maß an Innovation geprägt. Seine Vorgehensweise kann als Vorlage für die Analyse weiterer Fälle verwendet werden. Ich bin davon überzeugt, dass seine Vorbildsrolle in der wissenschaftlichen Literatur gesehen und anerkannt werden wird. In der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise sind fundierte Analysen bei Umstrukturierungen und Übernahmen wichtiger denn je. Für seinen Zukunftsweg wünsche ich Herrn Smilyanets viel Glück und Erfolg.

Hellmuth Milde  
Professor für Finanzierung

Trier, im Mai 2009

## Danksagung

Ich möchte mich bei all jenen Personen bedanken, die mich auf unterschiedliche Weise unterstützt und zum Gelingen dieser Dissertation beigetragen haben.

An erster Stelle richtet sich mein herzlichster Dank meinem wissenschaftlichen Lehrer und Doktorvater Herrn Prof. Dr. Hellmuth Milde. Zum einen für seine intensive Betreuung der Arbeit und für die Möglichkeit, diese zu schreiben; zum anderen für die idealen Arbeitsbedingungen, sein Geduld und seine Lehre, tief in die wissenschaftliche Grundkonstrukte zu schauen, Gedanken und Äußerungen kurz, prägnant und stringent zu konstruieren. Bei dieser Gelegenheit möchte ich ihm auch dafür äußerst danken, dass er bereits zur Zeiten meines Studiums in Trier mein Interesse für Forschung und Lehre geweckt hat und mich seitdem schrittweise an das wissenschaftliche Arbeiten herangeführt hat. Nicht zuletzt schulde ich ihm einen herzlichen Dank für seine Kritik und für seine Geduld bei allen unseren stundenlangen Diskussionen.

Herrn Dr. Volker Bieta möchte ich für die Diskussionen und Anregungen zu jedem Zeitpunkt meiner Arbeit danken. Seine ständige Bereitschaft sowie die wertvollen Ratschläge waren für die erfolgreiche Erstellung dieser Arbeit zweifellos unerlässlich. Für die unvergessliche Zeit unserer produktiven Zusammenarbeit, seine unentbehrliche Hilfe bei der Erstellung des spieltheoretischen Teils der Arbeit, und für die exzellente administrative Unterstützung möchte ich mich besonders bedanken.

Herrn Prof. Dr. Axel G. Schmidt möchte ich für seine Unterstützung und für die Möglichkeit diese Arbeit zu schreiben herzlich danken. Seine konstruktive Kritik hat ungezweifelt zu einer wertvollen Verbesserung dieser Arbeit beigetragen.

Herrn Prof. Dr. Jean-Pierre Chateau danke ich für seine hilfreichen Ratschläge bei der Suche nach Informationen über kanadische Aktiengesellschaften.

Mein weiterer Dank gilt an die Frau Sharon Langsford von Dofasco Inc., die für diese Arbeit unerlässliche Gesellschaftsdokumenten zur Verfügung gestellt hat.

Frau Dr. Maria Paprotzki danke ich neben dem aufmerksamen Korrekturlesen dieser Arbeit für ihre Bereitschaft und ihre Mühe, sich durch meine Texte zu kämpfen.

Der größte Dank gilt meiner Eltern, die mich immer mit Rat und Tat unterstützt haben und deren Hilfe ich mir immer sicher sein konnte. In schwierigen Phasen der Arbeitserstellung war deren ständige Ermutigung mir außerordentlich hilfreich und notwendig. Ein sehr herzlicher Dank gilt meinem Bruder Sergey, der auf seine Weise ungezweifelt zum Gelingen dieser Arbeit beigetragen hat.

P. Smilyanets

---

## Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einführung und Überblick</b>	<b>1</b>
1.1	Themenaktualität und analytischer Überblick	1
1.2	Zielsetzung und Aufbau der Arbeit	5
<b>2</b>	<b>Das Fallbeispiel im Überblick</b>	<b>9</b>
2.1	Stahlkonzerne bei der Übernahme	11
2.2	Ziele und Strategien von Arcelor	15
2.3	Ziele und Strategien von Dofasco	17
2.4	Ziele und Strategien von ThyssenKrupp	17
2.5	Ablauf des Übernahmekampfs um Dofasco	19
<b>3</b>	<b>Mergers &amp; Acquisitions: Grundkonzepte</b>	<b>23</b>
3.1	Vorbemerkung	23
3.2	Definitionen und Übernahmetypen	24
3.3	Motive und Zielsetzungen	28
3.4	Organisation von Übernahmeprozessen	32
3.5	Strategien und Taktiken von Mergers & Acquisitions	39
3.5.1	Strategie und Taktik: die unterschiedliche Bedeutung	39
3.5.2	Taktiken der übernehmenden Gesellschaft	40
3.6	Abwehr feindlicher Übernahmeveruche: Pre-Offer-Defenses	46
3.6.1	Shark Repellents	48
3.6.2	War Chest	53
3.6.3	Employee Stock Ownership Plans	53
3.6.4	Restrukturierungen	54
3.6.5	Sonstige Vereinbarungen	54
3.6.6	Shark Watchers & Killer Bees	55

3.7 Abwehr feindlicher Übernahmeversuche: Post-Offer-Defenses	56
3.7.1 Dividendenpolitik	56
3.7.2 Aktienrückkaufprogramm	57
3.7.3 Self Tender Offer	59
3.7.4 Kapitalerhöhung & Shadow Pills	60
3.7.5 Auktionsähnliche Situation	61
3.7.6 White Knight & White Square	61
3.7.7 Leveraged Buy Out & Management Buy Out	61
3.7.8 Aufspaltung des Unternehmens	62
3.7.9 Unternehmenskauf	63
3.7.10 Kamikaze Verteidigung	63
3.7.11 Pac-Man Defense	64
3.7.12 Moral Majority Verteidigung	65
3.7.13 Standstill Agreement	65
3.8 Ein Zwischenresultat	66
<b>4 Mergers &amp; Acquisitions: der spieltheoretische Ansatz</b>	<b>69</b>
4.1 Spieltheorie als Erklärungsmodell für das Fallbeispiel	69
4.2 Spieltheorie	69
4.2.1 Logik der Spielmodelle	70
4.2.2 Bausteine eines Spielmodells	71
4.2.3 Spiellösungen	72
4.2.4 Rückwärtsinduktion als Lösungskonzept	74
4.3 Spieldesign und Modellaufbau	77
4.3.1 Aufbau eines spieltheoretischen Grundmodells	78
4.3.2 Auswahl und Gruppierung von Taktiken	85
4.3.3 Das Spielmodell	89

---

<b>5</b>	<b>Spiellösung und Analyse</b>	<b>92</b>
5.1	Finanzwirtschaftliche Situation von Dofasco	92
5.2	Annahmen zur Bestimmung der Auszahlungen	95
5.3	Die Methodik zur Bestimmung der Auszahlungen	98
5.4	Die Strategiekombinationen	101
5.4.1	Strategiekombination 1: Neutralität	101
5.4.2	Strategiekombination 2: Moral-Majority-Verteidigung	102
5.4.3	Strategiekombination 3: Sonderdividende	103
5.4.4	Strategiekombination 4: Aktienrückkaufprogramm	104
5.4.5	Strategiekombination 5: Poison Pills	106
5.4.6	Strategiekombination 6: White Knight	107
5.4.7	Strategiekombination 7: Sell Crown Jewels	108
5.4.8	Strategiekombination 8: Self Tender Offer	110
5.4.9	Strategiekombination 9: Aggressive Poison Pills	111
5.5	Präferenzbildung (Auszahlungen) und Spiellösung	112
5.5.1	Szenario 1: Passivität	113
5.5.2	Szenario 2: Bluffen	115
5.5.3	Szenario 3: Aggressive Abwehr	120
5.6	Ergebnisbeurteilung	125
<b>6</b>	<b>Zusammenfassung</b>	<b>128</b>
	<b>Anhang</b>	<b>132</b>
	Anhang 1: Überblick der Kombinationen mit der Strategie $s_{11}$ (Neutralität)	132
	Anhang 2: Überblick der Kombinationen mit der Strategie $s_{12}$ (Moral Majority)	133
	Anhang 3: Überblick der Kombinationen mit der Strategie $s_{13}$ (Sonderdividende)	134

Anhang 4: Überblick der Kombinationen mit der Strategie $s_{14}$ (Aktienrückkaufprogramm)	135
Anhang 5: Überblick der Kombinationen mit der Strategie $s_{15}$ (Poison Pills)	136
Anhang 6: Überblick der Kombinationen mit der Strategie $s_{16}$ (White Knight)	137
Anhang 7: Überblick der Kombinationen mit der Strategie $s_{17}$ (Sell Crown Jewels)	138
Anhang 8: Überblick der Kombinationen mit der Strategie $s_{18}$ (Self Tender Offer)	139
Anhang 9: Überblick der Kombinationen mit der Strategie $s_{19}$ (Aggressive Poison Pills)	140
Anhang 10: Motive und Ziele bei einer Unternehmensübernahme	141
Anhang 11: Historische Börsenkurse von Dofasco	144
<b>Abkürzungsverzeichnis</b>	<b>145</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>146</b>
<b>Tabellenverzeichnis</b>	<b>147</b>
<b>Glossar</b>	<b>148</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>150</b>