

Wertschaffung durch feindliche M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie? – Das Beispiel BNP und Paribas – (Teil I)

Von Jörg Mußhoff, Christopher Jahns und
Dirk Schiereck, Oestrich-Winkel

I. Einleitung

Wird durch M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie Shareholder Value generiert? Diese Fragestellung steht im Fokus vieler empirischer Untersuchungen und konfrontiert sogleich mit einem Paradoxon¹: Analysen der kurzfristigen Kapitalmarktreaktion auf M&A-Ankündigungen sowie dynamische Effizienz- und Performancestudien belegen, dass Transaktionen in der US-Bankenindustrie durchschnittlich meist keinen Wert geschaffen haben² – nichtsdestotrotz ist es seit den 80er-Jahren zu einem starken Anstieg der M&A-Aktivitäten und zu einer entsprechenden Konsolidierung der Bankenindustrie in den USA wie auch in Europa gekommen.³

Vor dem Hintergrund dieses vordergründigen Widerspruchs zwischen hoher M&A-Tätigkeit und scheinbar mangelnder Wertschaffung der Transaktionen (insbesondere für die jeweiligen Käuferbanken) wird in der Literatur vermehrt auf die Notwendigkeit einer differenzierteren Individualbetrachtungsweise hingewiesen, die über die bisherigen Forschungsansätze hinausgeht und den Spezifika der einzelnen Transaktionen Rechnung trägt.⁴ Als Instrumentarium bieten sich dazu Fallstudien (Case Studies, Clinical Papers) an, die insbesondere in der US-Forschung für die Betrachtung komplexer Fragestellungen bereits eine starke Verwendung erfahren. Auch in Bezug auf Bankentransaktionen in den USA hat der Fallstudienansatz erste Anwendung erfahren und hierbei zu auf-

¹ Vgl. hierzu auch *Pilloff/Santomero* (1998) sowie *DeLong* (2003).

² Vgl. die Übersichten bei *Beitel/Schiereck* (2003) sowie *Pilloff/Santomero* (1998).

³ Vgl. *ECB* (2000), *Belaisch/Kodres* (2001) und *Beitel* (2002).

⁴ Vgl. *Calomiris/Karceski* (1998), *Calomiris* (1999) und *Pilloff/Santomero* (1998).

schlussreichen Erkenntnissen geführt, die einen differenzierten Überblick über die tatsächliche Wertschaffung entsprechender Transaktionen liefern und damit z.T. im Widerspruch zu den bisherigen Forschungsergebnissen stehen. Für Europa fehlt trotz dieser positiven Erfahrungen jedoch noch gänzlich entsprechende empirische Evidenz.

Ziel dieses Beitrags ist es deshalb, durch die Verwendung eines alternativen Untersuchungsdesigns in Form des Fallstudienansatzes valide Aussagen zur Wertschaffung von feindlichen Übernahmen in der europäischen Bankenindustrie abzuleiten. Durch den kritischen Vergleich dieses Ansatzes mit den bisherigen Ansätzen zur Erfolgsmessung von Bankentransaktionen und der Herausarbeitung seiner Eignung liegt ein Erkenntnisziel daher auf der methodischen Ebene. Gleichzeitig steht jedoch ebenso die inhaltliche Ebene im Zentrum der Betrachtung: Die bisherige sehr geringe empirische Evidenz zu Bankentransaktionen in Europa soll gezielt (insbesondere in Bezug auf feindliche Übernahmen) ergänzt und ein Beitrag zur Auflösung des zuvor beschriebenen Paradoxons zwischen starker M&A-Tätigkeit und bisher nicht nachgewiesener Wertschaffung aus Sicht der Bieterbanken geleistet werden.

Der Zusammenschluss der französischen Universalbank Banque Nationale de Paris („BNP“) mit der insbesondere im Investment Banking tätigen Bank Paribas („Paribas“) erscheint vor diesem Hintergrund als eine besonders vielversprechende Transaktion für eine Analyse auf Basis des Fallstudienansatzes. Zum einen stellt die Transaktion allein bedingt durch ihre Größe einen der wichtigsten nationalen Konsolidierungsschritte in der europäischen Bankenindustrie der 90er-Jahre dar. Für die Ableitung von Implikationen für die weitere Konsolidierung der europäischen Bankenindustrie sind aber vor allem auch der feindliche Charakter des Gebots von BNP für Paribas und der hieraus folgende Bieterwettstreit – aus theoretischer ebenso wie aus praxisbezogener Sicht – relevant. Die Analyse der Wertschaffung im Rahmen einer solchen Übernahme kann dazu beitragen, die Wirtschaftlichkeit und Realisierbarkeit feindlicher Übernahmen in der europäischen Bankenlandschaft allgemein zu beurteilen. Diese Thematik erweist sich gerade vor dem Hintergrund der jüngsten Bieterwettstreite (wie beispielsweise in Italien) als sehr aktuell.

Nachfolgend wird zunächst in Kapitel II ein Überblick über den Stand der Forschung zu M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie gegeben und hierauf basierend die Vorteilhaftigkeit einer auf Fallstudien beruhenden Betrachtungsweise abgeleitet. Kapitel III gibt dann

einen Überblick über die beiden Transaktionspartner BNP und Paribas sowie über die Gestaltung des Zusammenschlusses, bevor in Kapitel IV die Transaktionsmotive/die von BNP verfolgte M&A-Strategie und der Integrationsprozess beschrieben werden. Der zweite Teil des Beitrags, der in Heft 4/2007 dieser Zeitschrift erscheinen wird, stellt dann im Kapitel V die Analyse der Wertschaffung und damit des Erfolgs der Transaktion in den Fokus. Auf Basis dieser Ergebnisse werden zentrale Erfolgsfaktoren für zukünftige (feindliche) Bankentransaktionen in der europäischen Bankenindustrie herausgearbeitet. Das Kapitel VI fasst abschließend die Ergebnisse kritisch zusammen und leitet den weiteren Forschungsbedarf ab.

II. Zum Stand der Forschung: M&A in der europäischen Bankenindustrie

1. Trends und Entwicklungen der europäischen Bankenkonsolidierung

Seit Beginn der 90er-Jahre hat die Zahl der M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie und eine entsprechende Konsolidierung des gesamten europäischen Bankenmarktes deutlich an Dynamik gewonnen. Allein im Zeitraum von 1997 bis 2003 verringerte sich die Anzahl der Kreditinstitute um 23 % oder beinahe 2.200 auf nunmehr knapp 7.500. Insbesondere im Vorfeld der Einführung des Euro und getrieben durch den Boom an den Kapitalmärkten in den Jahren 1998 bis 2000 war diese Konsolidierungswelle mit sehr hohen Transaktionsvolumina verbunden.⁵ Aber auch nach dem Einbruch der Kapitalmärkte in den Jahren 2001/2002 ist dieser Konsolidierungstrend der europäischen Bankenindustrie ungebrochen. Von 2001 bis 2003 waren die Transaktionsvolumina zwar deutlich niedriger als zu den Boomzeiten, sie lagen jedoch nach wie vor deutlich über dem Niveau der frühen 90er-Jahre.⁶ *European banks look ripe for consolidation*⁷ – dieses Zitat beschreibt die Erwartungen einer Vielzahl von Kapitalmarktteilnehmern, die in den jüngsten Transaktionen – wie z.B. der Übernahme von Abbey National durch Santander Central Hispano (SCH) oder der Hypovereinsbank (HVB) durch UniCredit – erst den Beginn einer wesentlich weitergehenden paneuropäischen Konsolidierung des Bankenmarktes sehen.

⁵ Vgl. ECB (2004), S. 8 ff.

⁶ Vgl. Altunbas/Marqués Ibán (2004), S. 7.

⁷ Morgan Stanley/Mercer Oliver Wyman (2005), S. 1.

Die Gründe für die erwartete Fortsetzung und Vertiefung des Konsolidierungsprozesses in Europa sind vielfältig: Zunächst ist auf die bereits weit fortgeschrittene Konsolidierung der nationalen Bankenmärkte hinzuweisen. Bei einer Betrachtung der Konzentration (gemessen an dem von den fünf größten Banken gehaltenen Anteil an den Gesamtaktiva des jeweiligen Marktes) ergibt sich für die Mehrzahl der EU-25-Länder (somit auch einschließlich der Beitrittsländer) eine bereits sehr hohe Konzentration. Diese erreicht im Jahr 2004 in Estland bspw. 98,6 %, in Belgien 84,3 %, in den Niederlanden 84,0 % und in Finnland 82,7 %. Auch in allen weiteren der 25 Länder liegt dieses Konzentrationsmaß (z.T. signifikant) über 40 % – allein in Deutschland mit 22,1 %, in Italien mit 26,0 %, in Luxemburg mit 29,7 % und in UK mit 34,5 % ist die Konzentration geringer.⁸ Mit Ausnahme der zuletzt genannten Länder besteht somit für die Banken in den übrigen europäischen Ländern insbesondere aufgrund bestehender kartellrechtlicher und regulatorischer Beschränkungen ein nur noch äußerst geringer Spielraum für eine weitergehende nationale Konsolidierung. Deswegen hat der erwartete weitere Konsolidierungsprozess nahezu zwangsläufig einen paneuropäischen Fokus. Getrieben wird dieser Prozess durch eine Vielzahl von Faktoren: den deutlichen Rückgang regulatorischer, gesetzlicher und politischer Hemmnisse, hohe Wachstumserwartungen des Kapitalmarkts für viele Banken (bei gleichzeitig weitgehend erschöpften Restrukturierungsmöglichkeiten und eingeschränkten organischen Wachstumspotenzialen), hohe Effizienzsteigerungs- und Kostensenkungspotenziale sowie hohe mögliche Synergien (z.B. im IT-Bereich), eine hohe Liquidität einer Vielzahl von sehr profitablen Marktteilnehmern etc. Trotz der auch weiterhin erwarteten dynamischen Entwicklung und der hohen (auch gesamtwirtschaftlichen) Relevanz europäischer Bankenzusammenschlüsse erfolgte bisher nur eine relativ geringe Auseinandersetzung vonseiten der empirischen Forschung mit dieser Thematik.

Mit dem Zusammenschluss von BNP und Paribas greift die Fallstudie hier zusätzlich einen weiteren wichtigen Aspekt auf: die Möglichkeit der Realisierung signifikanter Wertschaffungspotenziale im Rahmen einer feindlichen Übernahme bzw. eines Bieterwettstreits. Nur in sehr wenigen Fällen, wie z.B. im Fall der Übernahme von NatWest durch die Royal Bank of Scotland im Februar 2001 bzw. im Rahmen des hier betrachteten Zusammenschlusses von BNP und Paribas, kam es bisher zu „feind-

⁸ Vgl. ECB (2005), S. 50. Vergleichbare Ergebnisse ergeben sich auch für andere Konzentrationsmaße.

lichen“ Geboten (in beiden hier genannten Fällen im Rahmen eines Bieterwettstreits). Die sonstige bisherige Konsolidierung der nationalen Bankenmärkte sowie die schon abgeschlossenen grenzüberschreitenden Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie erfolgten nahezu ausschließlich als „freundliche“ Transaktionen. Die jüngsten Übernahmegebote, wie in Italien mit der Übernahme der Banca Antonveneta (Italien) durch ABN Amro (Niederlande) oder dem Versuch der Übernahme der Banca Nazionale del Lavoro (Italien) durch BBVA (Spanien) bzw. BNP (Frankreich), fanden jedoch in einem feindlichen Umfeld, geprägt durch Bieterwettstreite und weitere Widerstände bspw. der Zentralbank statt. Dies unterstreicht die Bedeutung der Frage nach dem Potenzial und den Erfolgsfaktoren entsprechender Transaktionen, die im Rahmen dieser Fallstudie mit berücksichtigt werden.

2. Erkenntnisse der empirischen Forschung zu bankenbezogenen M&A

Maßstab für den Erfolg einer Transaktion und Basis für deren Rechtfertigung ist der ökonomische Ertrag aus Sicht der Aktionäre – gemessen an der realisierten Wertschaffung, dem Shareholder Value.⁹ Pilloff/Santomero (1998) sowie Beitel/Schierack (2003) geben umfassende Übersichten zur empirischen Auseinandersetzung mit dem Erfolg von M&A-Transaktionen in der Bankenindustrie.¹⁰ Sie zeigen dabei auch, dass die Forschung zur Quantifizierung des Transaktionserfolgs drei alternative Ansätze verwendet:

- (a) Kapitalmarktorientierte Ereignisstudien
- (b) Performancestudien
- (c) Dynamische Effizienzstudien

Im Rahmen der Ereignisstudien wird die Wertänderung des Anteilsbesitzes der Aktionäre (der Shareholder Value) bei M&A-Transaktionen anhand abnormaler Aktienkursrenditen (AR) gemessen.¹¹ Für die USA – mit einer bereits sehr umfangreichen Forschung zur Frage der Wert-

⁹ Vgl. *Gardener/Molyneux* (1998).

¹⁰ Es erfolgt hierbei keine Differenzierung zwischen „freundlichen“ und „feindlichen“ Transaktionen. Die folgenden Ausführungen beziehen sich daher auf die Gesamtergebnisse ohne eine entsprechende Differenzierung.

¹¹ Der Ereignisstudienansatz geht auf *Fama et al.* (1969) zurück. Für einen Überblick über die Methodik vgl. *Peterson* (1989). Vgl. für einen Überblick in Bezug auf Bankentransaktionen *Beitel* (2002), S. 74 ff.

schaffung bei M&A-Transaktionen – lassen sich folgende Ergebnisse für kurzfristige Kapitalmarktreaktionen konstatieren: Während für die gekauften Unternehmen (Targets) regelmäßig signifikant positive abnormale Renditen und damit z.T. sehr hohe Wertsteigerungen durch die Transaktionen bestätigt werden,¹² ist das Bild aus Käufersicht weniger eindeutig. Die Mehrzahl der Studien findet hier negative bzw. statistisch nicht signifikante Ergebnisse.¹³ Für die aggregierte Kapitalmarktreaktion von Käuferbank und Target (Combined Entity) resultiert hieraus ein ebenfalls negativer bzw. nicht signifikanter Effekt, also je nach betrachtetem Subsample ergeben sich gemischte Ergebnisse.¹⁴ Insgesamt scheinen M&A-Transaktionen in der US-Bankenindustrie aus der Perspektive des Kapitalmarkts somit im Durchschnitt keinen Wert zu schaffen.¹⁵

Für Europa kann bislang nur auf wenige Ereignisstudien¹⁶ zurückgeblückt werden, die für Kapitalmarktreaktionen auf europäische Bankentransaktionen aber ein recht einheitliches und von den US-Resultaten abweichendes Bild präsentieren: Europäische Transaktionen scheinen im Durchschnitt bei Betrachtung der Combined Entity Wert zu schaffen.

Eine wesentliche Ergänzung erfährt die Betrachtung der kurzfristigen Kapitalmarktreaktionen im Rahmen einiger jüngerer Untersuchungen in den USA durch die Analyse der Wertschaffung auch über einen mittel- bis langfristigen Zeithorizont.¹⁷ Bei der Betrachtung der mittel- und langfristigen Kapitalmarktpformance von Käuferbanken (i. d. R. über einen Zeitraum von bis zu drei Jahren)¹⁸ deuten die Ergebnisse auf signifikant negative abnormale Renditen und damit eine hohe Wertvernichtung für Käuferbanken in den USA hin. Für Europa fehlt empirische Evidenz.

Während sich die Ereignisstudien auf die Messung der Kapitalmarktreaktion fokussieren, stützen sich die Performancestudien und die dynamischen Effizienzstudien auf extern verfügbare Bilanz- und GuV-Daten. Im Rahmen von Performancestudien wird ein Vergleich von Performancemaßen (wie z. B. Return on Equity (RoE), Return on Assets (RoA), Cost-

¹² Vgl. z. B. *Houston/Ryngaert* (1994) und *Siems* (1996).

¹³ Vgl. z. B. *Cornett/De* (1991) und *Cyree/DeGennaro* (1999).

¹⁴ Vgl. z. B. *Hannan/Wolken* (1989) und *Houston/Ryngaert* (1994).

¹⁵ Vgl. für einen Überblick *Beitel/Schiereck* (2003).

¹⁶ Vgl. *Tourani-Rad/Van Beek* (1999), *Cybo-Ottone/Murgia* (2000), *Beitel* (2002), *Lepetit et al.* (2002) und *Ismail/Davidson* (2005).

¹⁷ Vgl. *Madura/Wiant* (1994), *DeLong* (2003) und *Aggarwal et al.* (2003).

¹⁸ Für einen Überblick über die weiterentwickelten Verfahren zur Messung langfristiger abnormaler Renditen vgl. z. B. *Lyon et al.* (1999).

Income-Ratio) vor und nach einer Transaktion durchgeführt, um festzustellen, ob sich die Performance der Transaktionspartner signifikant geändert hat.¹⁹ Dynamische Effizienzstudien basieren auf ökonometrischen Verfahren und ermitteln einen Effizienzwert im Vergleich zu einer Kontrollgruppe. Sie messen die Veränderungen der Effizienz vor und nach der Transaktion und ermitteln hiermit die Realisierung entsprechender Potenziale.²⁰

Im Rahmen der Performancestudien ergeben sich für die USA Ergebnisse, die zumeist keine signifikanten Performanceverbesserungen infolge von Bankentransaktionen finden.²¹ Vander Vennet (1996) dokumentiert für europäische Transaktionen hingegen durchweg positive Ergebnisse. Auch die dynamischen Effizienzstudien berichten gemischte Ergebnisse: Bei der Betrachtung der Kosteneffizienz ergeben sich in den USA keine bzw. nur geringe (nicht signifikante) Effizienzsteigerungen – die Studien mit Fokus auf die Ertragseffizienz hingegen weisen eine deutliche Verbesserung nach. Die Studien mit europäischem Fokus liefern ebenfalls Anhaltspunkte für Effizienzgewinne bei europäischen Bankentransaktionen.²²

Insgesamt ergibt sich somit auf Basis der verschiedenen methodischen Ansätze ein interessantes Bild: Bankentransaktionen in den USA scheinen im Durchschnitt Wert zu vernichten – einhergehend mit keiner signifikanten Verbesserung der Performance. Europäische Bankenakquisitionen scheinen hingegen im Durchschnitt (aus Perspektive der Combined Entity) Wert zu schaffen – reflektiert auch in einer gesteigerten Effizienz. Einschränkend ist hierbei jedoch auf die im Vergleich zu den USA überschaubare Evidenz hinzuweisen, auf der diese Erkenntnisse beruhen.

3. Überlegung zur methodologischen Ergänzung der bankenbezogenen M&A-Forschung

Angesichts der bisherigen Erkenntnisse sieht man sich mit dem bereits genannten Paradoxon konfrontiert: M&A-Transaktionen scheinen insbesondere aus Sicht der Käuferbank keinen Wert zu schaffen. Dem gegenüber stehen die starke Zunahme der Bankenakquisitionen und die Er-

¹⁹ Vgl. Beitel (2002), S. 101 ff.

²⁰ Vgl. Molyneux et al. (1996), Berger (1998) und Berger (2000).

²¹ Vgl. Beitel/Schiereck (2003).

²² Vgl. Altunbas et al. (1996), Molyneux et al. (1996). Vander Vennet (2002) zeigt ertragsseitige Effizienzsteigerungspotenziale bei grenzüberschreitenden Transaktionen, jedoch keine kostenseitigen.

wartung eines weiteren Voranschreitens des Konsolidierungsprozesses. In der Literatur werden zur Auflösung dieses vordergründigen Widerspruchs eine Vielzahl alternativer Erklärungen angeführt. Insbesondere Datenprobleme und die mangelnde Eignung der beschriebenen methodischen Ansätze (Ereignisstudien und dynamische Effizienz-/Performancestudien) werden als eine Ursache dafür genannt, dass die tatsächliche Wertschaffung nur unzureichend erfasst wird.²³

Für eine Beurteilung dieser Kritik erweist sich eine Betrachtung der Stärken und Schwächen dieser Ansätze als erforderlich: Der Ereignisstudienansatz erlaubt angesichts seiner Kapitalmarktbezogenheit eine direkte Messung des Erfolgs für die Aktionäre und berücksichtigt als zukunftsgerichtetes Verfahren die Erwartungen in Bezug auf die Wertschaffungspotenziale der Transaktion.²⁴ Dabei beruht der Ereignisstudienansatz jedoch auf strikten Annahmen: Für die kurzfristige Analyse der Kapitalmarktreaktion werden bspw. effiziente und rationale Kapitalmärkte vorausgesetzt. In Hinblick auf die hier betrachteten hochkomplexen Bankentransaktionen erscheint diese Annahme jedoch als sehr strikt. Eine Vielzahl von empirischen Arbeiten verweist auf die beschränkte Fähigkeit des Kapitalmarkts, komplexe Unternehmensereignisse (wie Bankentransaktionen) zu bewerten. So zeigen verschiedene Arbeiten, dass der Kapitalmarkt nur verzögert und nicht – wie von der Theorie effizienter Märkte postuliert – umfassend und richtig alle verfügbaren Informationen direkt verarbeitet.²⁵ Gestützt wird dies durch Ergebnisse, die auf die – je nach Transaktion und auch im Zeitverlauf – deutlich unterschiedlichen Quellen der Wertschaffung bei Transaktionen hinweisen, die eine entsprechende Bewertung durch den Kapitalmarkt erschweren und gegebenenfalls eine falsche Erwartungsbildung bewirken.²⁶ Darüber hinaus ergeben sich im Rahmen von Ereignisstudien weitere methodische Probleme, bspw. hinsichtlich der Verwendung geeigneter Benchmarks und Kontrollgruppen zur Messung des Erfolgs sowie in Bezug auf andere methodische Aspekte (z.B. die Festlegung einer geeigneten Ereignis- und Schätzperiode und die exakte Bestimmung des Ereignisdatums).²⁷

²³ Vgl. insbesondere *Pilloff/Santomero* (1998), *Calomiris/Karceski* (1998) und *Calomiris* (1999).

²⁴ Vgl. *Bruner* (2001), S. 16, *Beitel* (2002), S. 90 f., und *Pilloff/Santomero* (1998).

²⁵ Vgl. bspw. *Andrade et al.* (2001), S. 11 f., und *Eberhart et al.* (2004), S. 623.

²⁶ Vgl. beispielsweise *McCoy et al.* (1994).

²⁷ Die Bestimmung des Ereignisdatums sowie die Festlegung der geeigneten Ereignis- und Schätzperiode erweisen sich bei M&A-Transaktionen (im Vergleich zu

Wesentliche Stärken der Performance- und dynamischen Effizienzstudien sind die direkte Messbarkeit und die einfache Möglichkeit der Erfassung der notwendigen Bilanz- und GuV-Daten, denen aufgrund gesetzlich/regulatorisch vorgeschriebener Prüfungen ein hohes Maß an Validität beigemessen wird.²⁸ Hiermit verbunden ist eine relativ leichte Umsetzbarkeit (insbesondere der Performancestudien) und es lässt sich eine allgemein leichte Verständlichkeit konstatieren.²⁹ Während die Ereignisstudien die tatsächliche Wertschaffung aus Sicht der Aktionäre in Form entsprechender Kursgewinne/abnormaler Renditen betrachten, bilden die Performance-/dynamischen Effizienzstudien jedoch lediglich die tatsächlich realisierte Performance und damit den „Blick in die Vergangenheit“ ab, ohne zukünftige Wertschaffungspotenziale der Transaktion zu berücksichtigen.³⁰ Diskutiert wird in diesem Zusammenhang auch die geeignete Festlegung der Betrachtungszeiträume zur Erfassung der realisierten Wertschaffung im Rahmen von Bankentransaktionen, da bis zur Sichtbarkeit der realisierten Wertschaffungspotenziale in den Bilanz- und GuV-Daten z.T. relativ lange Zeiträume vergehen.³¹ Darüber hinaus ergeben sich trotz der bekannten Tendenzen zur Vereinheitlichung nach wie vor signifikante Unterschiede der Rechnungslegungsstandards sowie entsprechende Gestaltungsspielräume, die eine Analyse erschweren.³² Schließlich besteht auch bei Performance- und dynamischen Ereignisstudien die Problematik der Festlegung geeigneter Benchmarks und Kontrollgruppen.

Diese Ausführungen stützen (trotz der auch genannten Stärken) die Kritik an den bisherigen Ansätzen der Erfolgsforschung nach M&A-

anderen unternehmensspezifischen Ereignissen) aufgrund von ggf. schon frühzeitig bestehenden Insiderinformationen als wesentlich komplexer.

²⁸ Vgl. Bruner (2001), S. 16.

²⁹ Vgl. Pilloff/Santomero (1998). Darüber hinaus sind auch die Berücksichtigung nicht börsennotierter kleinerer Banken sowie die Simulation potenzieller Zusammenschlüsse im Rahmen dieser Ansätze möglich. Vgl. auch Altunbas et al. (1996).

³⁰ Vgl. Beitel (2002), S. 100 ff. Vor dem Hintergrund der angesprochenen möglicherweise falschen Erwartungsbildung der Kapitalmärkte wird dem Rückgriff auf die tatsächliche Performance von einigen Autoren eine höhere Reliabilität bescheinigt. Vgl. Pilloff/Santomero (1998).

³¹ Zu kurze Betrachtungszeiträume bewirken ggf. die nicht vollständige Erfassung der Wertschaffung, während zu lange Betrachtungszeiträume die Gefahr von Verfälschungen durch andere idiosynkratische Ereignisse bergen. Vgl. auch Rhoades (1994), S. 8. Darüber hinaus treten die Effekte über Zeit auf, was eine Identifikation und Aggregation erschwert. Vgl. Dodd/Officer (1987).

³² Vgl. Dodd/Officer (1987) und Bruner (2001), S. 16.

Transaktionen und unterstreichen bestehende deutliche methodische Einschränkungen. Angesichts der hohen Anzahl an Studien und unterschiedlichster verwendeter Methoden können die beschriebenen Ergebnisse jedoch nicht allein mit diesen methodischen Schwierigkeiten und einer unzureichenden Datenbasis erklärt werden. Daher finden sich in der Literatur eine Vielzahl weiterer Erklärungsansätze: Wiederholt werden Transaktionen durch „managerial hubris“ erklärt – wonach Manager systematisch ihre Fähigkeiten überschätzen und ex ante prognostizierte Ergebnisse einer Transaktion nicht umsetzen können.³³ Ein ähnlich gelagertes Argument unterstellt, dass Manager in ihrem eigenen Interesse (und nicht im Interesse der Aktionäre handelnd) Transaktionen durchführen, die die Größe der eigenen Institution („too big to fail“) steigern. Die Aktionäre des Targets profitieren hiernach durch einen hohen gezahlten Preis und die Managements beider Unternehmen realisieren ihre persönlichen Ziele (durch hohe Abfindungen einerseits bzw. Größe des Unternehmens und höhere Bezahlung andererseits). Dennoch liefern auch diese Argumente keine abschließende Erklärung: Angesichts der zahlreichen Transaktionen erscheint ein derartiges Verhalten langfristig nicht wiederholt durchsetzbar, und entsprechende Kontrollmechanismen würden durch die Märkte etabliert.³⁴

Zusammenfassend belegen diese Ausführungen, dass die bislang eingesetzten methodischen Verfahren ebenso wie die weiteren beschriebenen Erklärungsansätze nur begrenzt Aufschluss über alle für die Wertschaffung relevanten Aspekte einer Transaktion geben können. Die hohe Komplexität von Bankentransaktionen und die hiermit verbundenen verschiedenen Quellen der Wertschaffung entlang des Transaktionsprozesses fordern nahezu ergänzende Analysen. Diesen geforderten alternativen methodischen Ansatz für eine differenziertere Betrachtung können Fallstudien (Case Studies) liefern.³⁵ Case Studies werden bereits vielfältig von der betriebswirtschaftlichen Forschung (z. B. im Rahmen der Organisationsforschung) insbesondere in der US-amerikanischen Literatur eingesetzt, um komplexe Forschungsfragen zu betrachten. Sie haben sich hier zu einem wichtigen Element der empirischen Forschung entwickelt und werden (im Rahmen einer explorativen Forschungsstrategie) insbesondere zur Weiterentwicklung von Hypothesen und der entsprechenden Theorieentwicklung verwendet. Gleichzeitig helfen sie aber auch, be-

³³ Vgl. *Roll* (1986).

³⁴ Vgl. *Pilloff/Santomero* (1998).

³⁵ Vgl. auch *Kaplan et al.* (1997).

stehende Theorien zu testen, und liefern nicht zuletzt konkrete „Handlungsanweisungen“ für die Praxis.³⁶ All diese Aspekte sind für die hier behandelte Forschungsfrage von hoher Relevanz.

Eisenhardt (1989), Gumesson (2000) und Yin (2003) geben einen Überblick über den Case-Study-Ansatz: Im Vordergrund steht danach die Beschreibung einer realen Situation bzw. eines Phänomens als Basis für die Ableitung entsprechender Implikationen und Hypothesen/Theorien. Die Darstellung ist dabei jedoch nicht zufällig, sondern folgt einer klaren Struktur und gibt die Möglichkeit, auf Basis von verschiedenen Quellen und Ansätzen unterschiedliche Perspektiven für eine Problemstellung zu berücksichtigen. Als grundsätzlich stärker qualitatives Verfahren grenzen sich Case Studies von ausschließlich quantitativen empirischen Verfahren ab. Je nach betrachteter Forschungsfrage bleiben die Case Studies aber nicht auf eine rein qualitative Betrachtung beschränkt, sondern verwenden (wie bei der hier im Fokus stehenden Kapitalmarktforschung) ein breites Spektrum an quantitativen Ansätzen und Methoden. Im Rahmen dieser Arbeit finden bspw. kurz- und mittel-/langfristige Ereignisstudienansätze sowie der Performancestudienansatz eine entsprechende Verwendung in der Fallstudie. Die zuvor kritisch diskutierten klassischen Verfahren werden so gezielt in den Fallstudienansatz eingebunden.

Bruner (2001) gibt im Rahmen seiner Übersicht zum Stand der Erfolgsforschung in Bezug auf M&A-Transaktionen einen Überblick über wesentliche Arbeiten, die für Transaktionen in verschiedenen Industrien bereits auf den Case-Study-Ansatz zurückgreifen. Die inhaltliche Tiefe und Differenziertheit des Case-Study-Ansatzes erlaubt hierbei, die einzelnen Quellen der Wertschaffung/Wertvernichtung und damit die zugrunde liegenden Erfolgsfaktoren herauszuarbeiten (bspw. durch die Betonung spezifischer strategischer, finanzieller oder auch organisatorischer Aspekte der jeweiligen Transaktionen).³⁷

Nicht zuletzt vor dem Hintergrund dieser ersten aufschlussreichen Ergebnisse hat der Case-Study-Ansatz auch im Bereich der bankenbezogenen M&A-Forschung erste Anwendung erfahren. Hervorzuheben sind in diesem Zusammenhang insbesondere die Arbeiten von Calomiris/Karczeski (1998) und Rhoades (1998), die US-Bankentransaktionen zwischen der zweiten Hälfte der 80er- und der ersten Hälfte der 90er-Jahre be-

³⁶ Vgl. Eisenhardt (1989), S. 535.

³⁷ Vgl. bspw. Kaplan et al. (1997).

trachten.³⁸ Die hierbei erzielten Ergebnisse sind allein schon aufgrund ihres Detaillierungsgrades aufschlussreich: Insbesondere Calomiris/Karceski (1998) gehen auf die einzelnen Schritte des Transaktionsprozesses ein und bieten so eine differenzierte Analyse der erreichten Wertschaffung. Konkret belegen Calomiris/Karceski (1998) z.B. die unterschiedlichen Motive, die zu den Transaktionen führten. Während in einigen Fällen nur Kosten- bzw. nur Ertragssynergien im Vordergrund standen, waren es bei anderen Transaktionen beide Aspekte bzw. längerfristige strategische Motive. Auf Basis einer Performancestudie (die neben der Betrachtung der Kapitalmarktreaktion in Form einer Ereignisstudie durchgeführt wird) verdeutlichen die Autoren, dass die betrachteten Zusammenschlüsse in der Mehrzahl die gesetzten Ziele erreichen. In zwei Fällen wurden die Transaktionen – mit entsprechendem Misserfolg – von persönlichen Motiven eines ineffizienten Managements getrieben. Beide Käuferbanken wurden in der Folge selbst übernommen – ein im Rahmen einfacher Erfolgs-/Misserfolgs-Betrachtungen schwer zu berücksichtigender dynamischer Aspekt. Auch Rhoades (1998) findet für neun Transaktionen, dass alle ihre Kostensenkungsziele erreichen oder sogar übertreffen. Sieben der neun Banken verzeichnen im Vergleich zu ihrer Peergruppe eine Verbesserung des RoA, und vier Banken zeigen klare Effizienzgewinne. Fünf von sieben betrachteten Transaktionen zeigen darüber hinaus eine positive Kapitalmarktreaktion.

Diese Arbeiten verdeutlichen die Stärken des Fallstudienansatzes in Bezug auf die hier betrachteten Bankentransaktionen: Case Studies erlauben, die Komplexität der Markterwartungen zu berücksichtigen und können darüber hinaus auch dynamische Entwicklungen (z.B. spätere Übernahmen von nicht erfolgreichen Käuferbanken) berücksichtigen.³⁹ Darüber hinaus können die verwendeten Benchmarks und Kontrollgruppen flexibel an die jeweiligen Transaktionen angepasst werden. Diese Aspekte stellen wesentliche Stärken im Vergleich zu den zuvor beschriebenen Ansätzen dar.⁴⁰ Darüber hinaus empfehlen sich Fallstudien zur

³⁸ Johnson (1993) betrachtet ebenfalls im Case-Study-Format vier Banken, die wiederholt als Käufer tätig wurden. Weitere Verwendung findet der Ansatz bspw. bei Crane/Lindner (1993).

³⁹ Calomiris/Karceski (1998) belegen so bspw. negative Kursentwicklungen aufgrund konträrer Markterwartungen im Rahmen von an sich wertschaffenden Transaktionen.

⁴⁰ Neben diesen gerade für Bankentransaktionen relevanten Aspekten ist auf die allgemeinen Stärken des Fallstudienansatzes hinzuweisen, bspw. die aufgrund der empirischen Verankerung naturgemäß gegebene hohe Validität und Verifizier-

Gewinnung von empirischer Evidenz immer dann, wenn für die adressierte Fragestellung (wie die hier im Fokus stehenden feindlichen Übernahmen in der europäischen Bankenindustrie) die zur Analyse möglichen Transaktionen (noch) sehr kleinzahlig gegeben sind.

Erst die detaillierte Perspektive auf die einzelnen Schritte des Transaktionsprozesses erlaubt somit das gewünschte Verständnis der Vielzahl der Quellen der Wertschaffung – hierin liegt allerdings auch eine mögliche Schwäche des Case-Study-Ansatzes. Die Betrachtung einer Vielzahl von Quellen und Daten kann zu einer mangelnden Generalisierbarkeit der Ergebnisse führen: Es besteht die Gefahr, dass Fallstudien rein idiosynkratische Phänomene beschreiben und entsprechend nur wenig generalisierbare „modest theories“⁴¹ darstellen. Diesen potenziellen Problemfeldern ist durch eine Fokussierung auf die Kernergebnisse im Rahmen der Case Study, die Betrachtung mehrerer Transaktionen/Case Studies sowie durch den kritischen Vergleich mit den bisherigen Ergebnissen der Forschung zu begegnen. Im Rahmen der hier betrachteten Fallstudie werden deshalb die bisherigen Ansätze (in Form einer Ereignis- und Performancestudie) in den Fallstudienansatz integriert, um eine maximale Robustheit der Ergebnisse zu erreichen.⁴²

Insgesamt unterstreichen die bisherigen Ergebnisse auf Basis des Fallstudienansatzes, dass – bei einer differenzierten Betrachtung der einzelnen Transaktionsschritte – Wertschaffung im Rahmen von M&A-Transaktionen von US-Banken möglich ist, jedoch eines entsprechenden Know-hows bedarf. Trotz dieser ersten aufschlussreichen Ergebnisse (die im Widerspruch zu den bisherigen Ergebnissen der empirischen Forschung stehen) finden sich in Europa de facto keine umfassenden Fallstudien mit Bezug auf Bankentransaktionen. Danzmayr et al. (2001) betrachten zwar eine vergleichsweise kleine Transaktion in Österreich. Hierbei liegt ihr Fokus jedoch nur auf einer Analyse der Ziele der Fusion, der Strategie des Fusionsprozesses sowie der Ableitung von Erfolgsfaktoren. Eine Analyse der Wertschaffung erfolgt nicht.⁴³ In Anbetracht der zuvor beschriebenen uneinheitlichen Forschungsbeiträge zum

barkeit der Ergebnisse. Vgl. bspw. *Eisenhardt* (1989), S. 546 ff., und *Rhoades* (1998), S. 276.

⁴¹ *Eisenhardt* (1989), S. 547.

⁴² Hierbei sind dann die Probleme bspw. bei der Festlegung geeigneter Benchmarks/Kontrollgruppen auch im Rahmen der Case Studies zu berücksichtigen.

⁴³ Eine derartige Analyse – in Form einer Ereignisstudie –, jedoch ohne eine weitergehende Betrachtung der Transaktion erfolgt bspw. bei *Schiereck/Strauss* (2000).

Erfolg von Bankentransaktionen allgemein, dem nach wie vor nur unzureichenden Kenntnisstand über die kritischen Erfolgsfaktoren von Bankentransaktionen in Europa und dem Fehlen von empirischer Evidenz zum Erfolg feindlicher Übernahmen erscheint es somit hilfreich, die bisherige Evidenz durch entsprechende Fallstudien zu ergänzen.

III. Das Analyseobjekt: Der Zusammenschluss von BNP und Paribas

1. Zur Auswahlüberlegung

Nachfolgend wird der Zusammenschluss der französischen Universalbank Banque Nationale de Paris („BNP“) mit der insbesondere im Investment Banking tätigen Bank Paribas („Paribas“) im Jahre 1999 betrachtet. Wie die folgende Tabelle 1 zeigt, stellt dieser Zusammenschluss einen der wichtigsten (nationalen) Konsolidierungsschritte der europäi-

Tabelle 1
**Überblick über die zehn (volumenmäßig) größten Transaktionen
in der europäischen Bankenindustrie (1994 bis 2004)**

Target	Käuferbank	Jahr	Erw. Anteil (%) ¹	Trans- aktions- volumen (in Mio. USD)
1. National Westminster Bank	Royal Bank of Scotland	1999	100	38.525
2. Schweizerischer Bankverein	UBS	1997	100	23.009
3. Crédit Lyonnais	Crédit Agricole	2002	97,5	16.243
4. Abbey National	BSCH	2004	100	15.787
5. Lloyds Bank	TSB Group	1995	100	15.316
6. Household	HSBC	2002	100	15.294
7. Paribas	BNP	1999	65,1	13.201
8. Donaldson, Lufkin & Jenrette	Credit Suisse	2000	100	13.016
9. Banca Commerciale Italiana	Banca Intesa	1999	88,41	12.791
10. Générale de Banque	Fortis	1998	94,0	12.299

¹ Der erworbene Anteil (in %) sowie das Jahr der Transaktion beziehen sich dabei immer auf das jeweils erste Gebot.

Quelle: Eigene Darstellung, SDC, Bloomberg

schen Bankenindustrie der vergangenen Jahre dar und bietet damit wichtige Anhaltspunkte auch für die weitere erwartete Konsolidierung des Sektors. Zudem erlaubt der Bieterwettkampf und der hieraus resultierende zunächst feindliche Charakter des Gebots eine Analyse der Möglichkeiten, hohe Wertschaffung auch in einem zum Zeitpunkt des Gebots feindlichen Umfeld zu realisieren. Hieraus lassen sich ebenfalls Implikationen zur Realisierbarkeit und Wirtschaftlichkeit entsprechender Gebote für die Zukunft ableiten. Zudem ermöglicht der Zeitpunkt der Transaktion im Jahr 1999 eine auch längerfristige Analyse des Erfolgs (sowohl auf Basis der Kapitalmarktreaktion als auch auf Basis der operativen/bilanziellen Entwicklung), ohne dass die Transaktion zu weit zurückliegt, um als nicht mehr repräsentativ für aktuelle Entwicklungen angesehen werden zu können.

Die Struktur dieser Fallstudie folgt dem Muster der erwähnten Arbeiten zu Transaktionen im US-Bankensektor, indem sie zunächst auf die beiden Transaktionspartner und den Hintergrund der Transaktion eingeht, bevor die Ausgestaltung der Transaktion selbst analysiert wird. Es folgt eine detaillierte Beschreibung der Motive für die Transaktion sowie der verfolgten Akquisitionsstrategie ebenso wie eine Dokumentation der Umsetzung der Transaktion. Im Vergleich zu anderen Fallstudien liegt dann ein stärkerer Fokus auf der erzielten Wertschaffung (in Form einer Analyse sowohl der Kapitalmarktperformance als auch der operativen/bilanziellen Performance).

2. Die Transaktionspartner im Überblick

a) BNP

BNP⁴⁴ gehört zu den ältesten Banken Frankreichs, deren Wurzeln bis in die erste Hälfte des 19. Jahrhunderts reichen: Die CNEP (Comptoir National d'Escompte de Paris) als eines der beiden Vorläuferinstitute der BNP entstand 1848 noch während der Wirren der Zweiten Französischen Republik und entwickelte sich über die Zeit zu einem der führenden französischen Institute. Frühzeitig baute die Bank in den ausländischen Zentren französischer Handelsaktivitäten eigene Niederlassungen auf. Gleichzeitig entstanden erste Filialen innerhalb Frankreichs – insbesondere in den französischen Großstädten. Um den Jahrhundertwechsel bot

⁴⁴ Vgl. für die folgenden Ausführungen zum Hintergrund BNPs insbesondere *BNP Paribas* (2005).

die CNEP bereits ein breites Spektrum an Produkten in den Bereichen Retail und Corporate Banking an und entwickelte sich in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts zur drittgrößten heimischen Retailbank, die bedingt durch die zuvor beschriebenen Expansionsschritte über guten Zugang zu den internationalen Märkten ebenso wie über ein umfangreiches Filialnetz innerhalb Frankreichs verfügte.

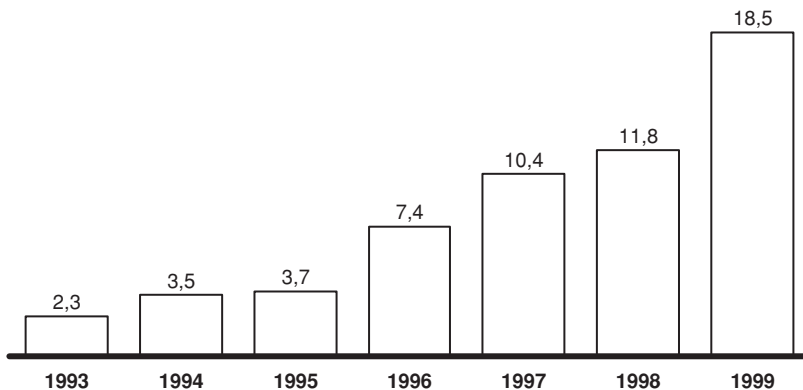
BNCI (Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie) als das zweite Vorläuferinstitut der BNP entstand 1932 aus der in der Weltwirtschaftskrise zusammengebrochenen Banque Nationale de Crédit. Durch die Akquisition einer Vielzahl lokaler/regionaler Banken ebenso wie durch den Ausbau des Auslandsgeschäfts über entsprechende Tochtergesellschaften wuchs die Bank schnell und zeichnete sich ferner durch Effizienzsteigerungen insbesondere im Backofficebereich (bspw. durch die Schaffung regional konzentrierter Zentren für Backofficetätigkeiten und durch die „industrielle Durchführung“ der entsprechenden Tätigkeiten) aus. Nach dem Zweiten Weltkrieg erfolgte 1945 eine weitreichende Reorganisation des französischen Bankensektors, in deren Rahmen die französische Regierung (mit dem erklärten Ziel des Wiederaufbaus) die Verstaatlichung der Banque de France und der vier führenden Retailbanken BNCI, CNEP, Crédit Lyonnais und Société Générale einleitete und die Kontrolle der Banken übernahm. 1966 leitete die französische Regierung dann mit dem Ziel der weiteren Stärkung der französischen Bankenlandschaft den Zusammenschluss von BNCI und CNEP ein. Aus BNCI (mit über 1.000 Filialen in Frankreich und 30 ausländischen Tochtergesellschaften) und CNEP (mit 850 Filialen und einem weltweiten Netz von Niederlassungen) entstand die Banque Nationale de Paris (BNP). Die neu geschaffene Bank war gemessen an Bankaktiva die größte Bank Frankreichs und nahm eine führende Rolle in Europa (Nummer zwei) und auch weltweit (Nummer sieben) ein.

In den Folgejahren erzielte BNP ein deutliches Wachstum auf dem Heimatmarkt, insbesondere durch den Ausbau des Retailgeschäfts. Gleichzeitig wurden weitere Internationalisierungsschritte bspw. durch den Kauf der amerikanischen Bank of the West im Jahre 1979 eingeleitet. Durch den Zusammenschluss mit der BNP-Tochter French Bank of California wurde im Rahmen dieser Transaktion das Nordamerikageschäft der Bank wesentlich gestärkt. Auf europäischer Ebene wurde eine Vielzahl von Allianzen u. a. mit der Dresdner Bank eingegangen. Im Jahr 1993 wurde BNP dann – auf Beschluss des französischen Parlaments – privatisiert. Der Fokus der Geschäftstätigkeit unter dem neuen (im Zuge

der Privatisierung tätig gewordenen) CEO Michel Pébureau lag in den Folgejahren auf den beiden klassischen Kerngeschäftsfeldern der Bank:

- dem französischen Retail Banking (mit dem Fokus auf Privatkunden und kleine/mittelständische Unternehmen) und
- dem internationalen Wholesale Banking.

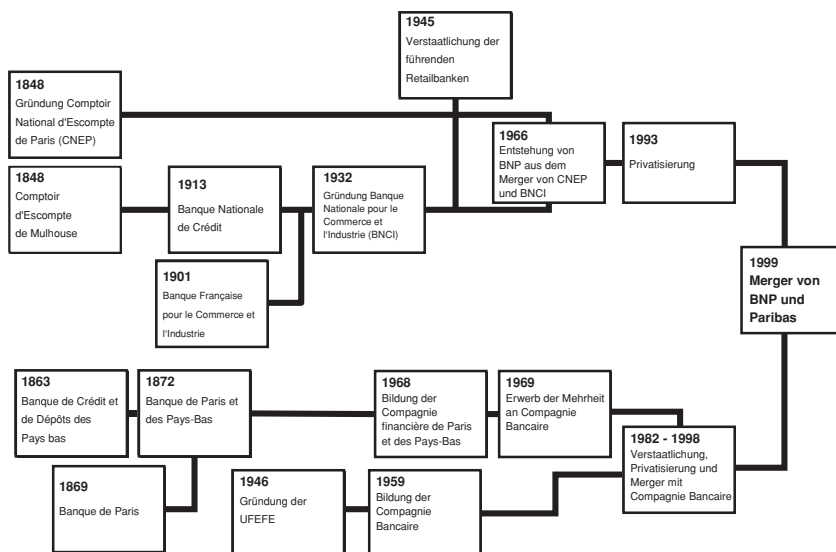
Neben einer Schärfung der strategischen Ausrichtung kam es zu umfangreichen Restrukturierungs- und Effizienzsteigerungsmaßnahmen, um klar definierte und gleichermaßen ambitionierte finanzielle Ziele zu erreichen. Der Erfolg dieser Fokussierung lässt sich beispielhaft an der in Abbildung 1 dargestellten Entwicklung des RoE von BNP nach der Privatisierung zeigen. Nicht nur der RoE erfuhr seit der Privatisierung einen drastischen Anstieg und verachtete sich bis 1999. Das Nettoergebnis verzehnfachte sich sogar im selben Zeitraum und das Ergebnis pro Aktie erfuhr eine Steigerung um den Faktor sieben. Diese Kennzahlen verdeutlichen den Erfolg des Privatisierungsprozesses bei BNP und unterstreichen die positive Entwicklung im Vorfeld des Bieterwettstreits um Paribas und Société Générale. Abbildung 2 fasst die Meilensteine der Geschichte von BNP zusammen und berücksichtigt die im Folgenden betrachtete Bank Paribas.



* Die Ermittlung des RoE folgt hierbei der RoE-Definition der BNP-Gruppe. Nach dieser Definition wird der RoE wie folgt ermittelt: $\text{RoE} = \text{Net income attributable to BNP} / \text{average stockholder equity}$ (excl. min. interests, after div.).

Quelle: BNP Paribas (2000a), S. 66

Abbildung 1: Entwicklung des RoE* (in %) von BNP zwischen 1993 und 1999



Quelle: BNP Paribas (2005)

Abbildung 2: Überblick über wesentliche geschichtliche Meilensteine von BNP und Paribas

b) Paribas⁴⁵

Paribas' Wurzeln reichen, wie Abbildung 2 zeigt, ebenfalls weit in das 19. Jahrhundert zurück. Die Banque de Paris et des Pays-Bas (BPPB) als eines der beiden Vorläuferinstitute der Paribas entstand 1872 aus dem Zusammenschluss der Banque de Paris und der Banque de Crédit et de Dépôts des Pays-Bas. Der Fokus der Geschäftstätigkeit lag bereits frühzeitig auf dem Wholesale Banking – insbesondere auf der Platzierung und dem Handel von Anleihen (schwerpunktmäßig Staatsanleihen) und der Finanzierung von Unternehmen. Bis zum Ersten Weltkrieg erfuhr die Bank eine positive Entwicklung und erwarb in verschiedenen Industrien substanzielle Unternehmensbeteiligungen mit dem Ziel langfristiger Gewinne. Auch im z. T. schwierigen Umfeld zwischen dem Ersten und Zweiten Weltkrieg wurde dieses Industrieportfolio weiter ausgebaut.

Als Wholesalebank konnte BPPB 1945 die Verstaatlichung vermeiden und fokussierte sich in den Folgejahren auf ihr Kerngeschäft mit franzö-

⁴⁵ Vgl. hierzu insbesondere *BNP Paribas* (2005).

sischen und zunehmend internationalen Unternehmen. Ausgebaut wurde hierbei neben den bereits bestehenden Geschäftsbereichen u. a. das Export- und Projektfinanzierungsgeschäft, des Weiteren eröffnete BPPB in den 60er-Jahren eine Investmentbank in New York und neue Tochtergesellschaften in London und Luxemburg. 1968 kam es aufgrund entsprechender gesetzlicher Rahmenbedingungen zu einer umfangreichen Reorganisation der Bank: Unter dem Dach der neu geschaffenen Holding „Compagnie financière de Paris et des Pays-Bas“ wurden vier Tochtergesellschaften gegründet und hiermit das bisherige Bankgeschäft, die Beteiligungen an der französischen Industrie und die ausländischen Aktivitäten/Beteiligungen getrennt. In den Folgejahren wurde die Expansion der Tochtergesellschaften und Niederlassungen in der ganzen Welt fortgesetzt, und die Bank entwickelte sich auf den Finanzmärkten zu einem der führenden Institute im Bereich Eurobonds und Swaps. Im Februar 1982 erfolgte dann die Verstaatlichung mehrerer großer Industrieunternehmen und Banken – unter diesen auch die Compagnie Financière de Paribas/Banque Paribas⁴⁶, die jedoch bereits 1986 durch eine entsprechende Privatisierung rückgängig gemacht wurde. 1990 bekam die Gruppe dann eine neue organisatorische Struktur nach weltweiten Geschäftsfeldern:

- Corporate Banking
- Capital Markets
- Institutional and Private Asset Management
- Advisory Services
- Paribas Principal Investments (das Beteiligungsportfolio der Gruppe)

Gestützt auf diese Struktur kam es in den Folgejahren zu einer Bereinigung des Portfolios: Das Retailgeschäft in Belgien und den Niederlanden wurde ebenso wie Crédit du Nord an die Société Générale verkauft. Dagegen wurde mit Cetelem nachhaltig in das lukrative Konsumentenkreditgeschäft investiert und insgesamt eine deutliche Fokussierung der Geschäftstätigkeit erzielt.

Die Union Financière d'Entreprises Françaises et Etrangères (UFEFE) als zweite Vorläuferinstitution der späteren Paribas entstand 1946 und fokussierte sich insbesondere auf die Finanzierung von Importen. Nach dem Zusammenschluss mit der Banque Française d'Acceptation im Jahre

⁴⁶ Im Rahmen der Verstaatlichung wird erstmals der spätere Name Paribas verwendet.

1950 entstand die Union Française des Banques (UFB), die Anfang der 50er-Jahre verschiedene Tochtergesellschaften u. a. im Bereich der Baufinanzierung und des Konsumentenkreditgeschäfts gründete. 1959 wurden all diese Aktivitäten neu unter dem Namen Compagnie Bancaire zusammengefasst. Nach weiterem Wachstum (u. a. auch durch Akquisitionen) wurde die Paribas-Gruppe bereits 1969 Mehrheitsaktionär der Compagnie Bancaire. Erst 1997 erwarb Paribas aber die restlichen Anteile und 1998 wurden die Compagnie Financière de Paribas, die Banque Paribas und die Compagnie Bancaire unter dem Namen „Paribas“ fusioniert.

c) Überblick über die Transaktion

Die vorhergehende Beschreibung der beiden späteren Transaktionspartner BNP und Paribas zeigt bereits wesentliche Charakteristika des französischen Bankensektors auf. Erst ab Mitte der 80er-Jahre kam es hier neben den bereits angesprochenen Privatisierungen zu ersten Schritten der Deregulierung. Hieraus resultierten im Bereich des Wholesale Banking einige erste Konsolidierungsschritte – im Retail Banking blieben diese jedoch weitestgehend aus. Drei wesentliche Gruppen von Marktteilnehmern konnten zu diesem Zeitpunkt unterschieden werden:

- Kapitalmarktorientierte Privatbanken wie BNP, Société Générale und Paribas, die neben dem Retail Banking auch im Wholesale Banking aktiv waren,
- Genossenschaftsbanken wie Crédit Agricole, Crédit Mutuel und Banque Populaire, die sich primär auf das Retail Banking konzentrierten und
- Banken im Staatsbesitz wie die Caisse d'Épargne und La Poste, die ebenfalls schwerpunktmäßig klassisches Retail Banking betrieben.

Die Privatbanken sahen sich in diesem Umfeld mit ambitionierten Performance-/Profitabilitätsanforderungen ihrer kapitalmarktorientierten Anteilseigner konfrontiert. Bereits frühzeitig nach der Privatisierung führten sie daher z. T. bereits weitgehende Restrukturierungen durch und etablierten eine entsprechende Performancekultur.⁴⁷ Eine ähnliche Entwicklung trat bei den Genossenschaftsbanken bzw. den staatlichen Banken nicht oder nur deutlich verzögert ein. Trotz sicherlich gegebener interner Zielvorgaben bestand hier (insbesondere für die staatlichen Banken) kein expliziter Performancedruck vonseiten des Kapitalmarkts.

⁴⁷ Vgl. auch *Banque de France* (1999), S. 147.

Die staatlichen Banken waren darüber hinaus wesentlich weniger reguliert (z.B. im Bereich des Risikomanagements) als die Privatbanken – mit entsprechend negativen Konsequenzen für die Wettbewerbsstruktur. Darüber hinaus verfügten die Genossenschaftsbanken – wie bspw. *Crédit Agricole* – über ein umfangreiches, landesweites Filialnetz, das direkten Zugang zu den Kunden ermöglichte und sie zu einem ernst zu nehmenden Wettbewerber der Privatbanken machte, die sich insbesondere auf die französischen Großstädte konzentrierten.

In dieser Struktur profitierte die gesamte französische Bankenindustrie im Jahr 1999 von der allgemein positiven gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Frankreich, aber auch weltweit.⁴⁸ Nahezu alle Bankbereiche erfuhren ein starkes Umsatz- und Gewinnwachstum: Im Retail Banking war es schon im Vorjahr zu einer deutlichen Verbesserung der Rentabilität gekommen, die sich 1999 fortsetzte. Das Wholesale Banking erfuhr nach einem schwierigen Jahr 1998 (insbesondere im klassischen Investment Banking) im Umfeld der boomenden Aktienmärkte ebenfalls einen starken Gewinnanstieg. Gleichzeitig kam es zu einem deutlichen Rückgang der Risikovorsorge, die nicht zuletzt verbesserte Risikomanagementfähigkeiten der Banken widerspiegelte. Dieses positive Umfeld führte zusammen mit den angesprochenen Restrukturierungsmaßnahmen in den Vorjahren zu einem deutlichen Profitabilitätsanstieg in der Bankenindustrie, die im ersten Halbjahr 1999 ein Rekordergebnis mit einem Nettogewinn von 8,8 Mrd. EUR erreichte.⁴⁹

Gleichzeitig hatten zwar die angesprochenen ersten Konsolidierungsschritte stattgefunden, der französische Bankensektor blieb dabei bis zu diesem Zeitpunkt jedoch relativ fragmentiert.⁵⁰ In diesem Umfeld kam es nun zu einer deutlichen Zunahme des Konsolidierungsdrucks. Als wesentliche Treiber sind in diesem Zusammenhang bspw. der im Jahr 1999 besonders im Fokus stehende EU-Integrationsprozess (insbesondere mit dem Start der EMU) und die hiermit beginnenden Deregulierungstendenzen zu nennen. Darüber hinaus sahen sich die französischen Banken aufgrund einer im internationalen Vergleich relativ niedrigen Bewertung mit der zunehmenden Gefahr von grenzüberschreitende Übernahmen konfrontiert. Die gesteigerte Profitabilität bot jedoch gleichzeitig die Möglichkeit, die eigene Position durch (zunächst nationale) Transaktionen zu stärken. Vor diesem Hintergrund kamen Ende der 90er-Jahre

⁴⁸ Vgl. *Banque de France* (1999), S. 29 ff.

⁴⁹ Vgl. *Banque de France* (1999), S. 149 ff.

⁵⁰ Vgl. *Banque de France* (1999), S. 146 f.

wiederholt Spekulationen über entsprechende weitere Konsolidierungsschritte – sowohl auf dem heimischen französischen Markt als auch grenzüberschreitend unter Beteiligung französischer Privatbanken – auf. Diese Spekulationen hatten seit Ende 1998 weitere Nahrung erhalten: Die französische Regierung kündigte zu diesem Zeitpunkt an, die noch im Staatsbesitz befindliche *Crédit Lyonnais* im Folgejahr zu privatisieren. Hieraus ergab sich für die Marktteilnehmer (insbesondere BNP, *Société Générale* und *Crédit Agricole*) eine Möglichkeit zur Übernahme eines direkten Wettbewerbers mit signifikantem Marktanteil.⁵¹

In diesem Umfeld aufkeimender Konsolidierungsspekulationen leitete *Société Générale* den lang erwarteten ersten Schritt am 1. Februar 1999 mit seinem Gebot für *Paribas* ein. Mit fünf *Société-Générale*-Aktien für acht *Paribas*-Aktien bot die Bank ein Premium von ca. 17 % bei einem Gesamttransaktionsumfang von ca. 15,1 Mrd. EUR. Die neue Gruppe sollte unter dem Namen „SG *Paribas*“ mit sechs Kerngeschäftsfeldern (Retail Banking, Specialist Financial Services, Asset Management, Investment Banking, Shareholdings und Real Estate) zur weltweit viertgrößten Bank (gemessen am Eigenkapital) werden. Besonders standen hierbei die Bereiche Commercial und Investment Banking sowie die Aktivitäten im Bereich Capital Markets im Vordergrund. Durch die starke Position von *Paribas* in diesem Bereich sollte eine auch für gesamteuropäische Verhältnisse kritische Größe erreicht und eines der führenden europäischen Häuser geschaffen werden. Die Profitabilität des heimischen Retailgeschäfts von *Société Générale* sollte u. a. durch das Konsumentenkreditgeschäft der *Paribas*-Tochter *Cetelem* gestärkt werden.⁵² Insgesamt sah der Plan Synergien von ca. 1,02 Mrd. EUR p. a. (voll umfänglich ab 2001), einen RoE von 18 % und ein jährliches Ergebniswachstum (Nettoergebnis je Aktie) von 15 % vor, die über die folgenden drei Jahre erreicht werden sollten.⁵³

Aufgrund des vonseiten der beiden Partner betonten komplementären Charakters der Transaktion und der geringen Überlappungen innerhalb der Geschäftsfelder (mit dem Schwerpunkt von *Société Générale* im Retail Banking und dem Schwerpunkt *Paribas*’ im Investment/Wholesale Banking) sollte auf Entlassungen verzichtet werden. Hierin wurde –

⁵¹ Vgl. *Dow Jones Business News* (1998) und *Dow Jones Business News* (1999a).

⁵² Vgl. *Dow Jones Newswires* (1999a), *Dow Jones Business News* (1999a) und *Reuters* (1999a).

⁵³ Vgl. *Dow Jones Newswires* (1999b), *The Wall Street Journal Europe* (1999a) und *Reuters* (1999b).

nicht zuletzt vor dem Hintergrund der starken Position der französischen Gewerkschaften und der öffentlichen Meinung – ein wesentliches Argument für die Transaktion gesehen.⁵⁴ Entsprechend unterstützt wurden die Pläne zunächst von der französischen Regierung.⁵⁵

Mit der angekündigten Transaktion sah sich BNP nicht nur mit einem starken nationalen Wettbewerber konfrontiert, sondern war gleichzeitig der Möglichkeiten für eigene nationale Konsolidierungsschritte, z.B. durch ein entsprechendes Gebot für Société Générale oder Paribas, über das bereits spekuliert worden war, beraubt. Darüber hinaus kündigte SG Paribas die weitere Beteiligung an der Ausschreibung der staatlichen Anteile von Crédit Lyonnais an und brachte hiermit BNP weiter unter Druck, deren Verhandlungen sich in Bezug auf eine Beteiligung an Crédit Lyonnais als schwierig erwiesen.⁵⁶ Somit schon als Verlierer der nationalen Konsolidierung gehandelt, überraschte BNP am 9. März mit einem Gegengebot nicht nur für Paribas, sondern gleichzeitig auch für Société Générale. Mit diesem Schachzug – aus einer Position der scheinbaren Defensive – leitete BNP den härtesten Bieterwettstreit der französischen Bankengeschichte ein, dessen wesentliche Elemente in Tabelle 2 dargestellt sind.

Mit dem Gebot von elf BNP-Aktien für acht Paribas-Aktien und fünfzehn BNP-Aktien für sieben Société-Générale-Aktien (und einem hieraus resultierenden Premium von ca. 14 % für Société Générale und ca. 18 % für Paribas) war auch das BNP-Gegengebot rein aktienbasiert und hatte ein Volumen von ca. 34,2 Mrd. EUR. Aus dem Zusammenschluss der drei Banken unter dem Namen SBP (nach den Anfangsbuchstaben der drei Parteien) sollte gemessen an Bankaktiva die zu diesem Zeitpunkt größte Bank der Welt entstehen, ein „Champion of the European banking sector“.⁵⁷ Gleichzeitig rückte BNP von den Allianzplänen mit der zu privatisierenden Crédit Lyonnais ab.⁵⁸ Tabelle 3 fasst hierzu die zentralen Kennzahlen der drei Banken zusammen.

Von BNP-Seite wurde nachdrücklich der „freundliche“ Charakter des Gegengebots betont und hervorgehoben, dass es sich um einen Merger gleichberechtigter Partner handeln sollte. Bereits frühzeitig verwies CEO

⁵⁴ Vgl. *Reuters* (1999c).

⁵⁵ Vgl. *Reuters* (1999d) und *Associated Press* (1999a).

⁵⁶ Vgl. *Reuters* (1999e) und *Reuters* (1999f).

⁵⁷ Vgl. *DowJones Newswires* (1999c), *DowJones Newswires* (1999d), *Agence France-Presse* (1999a) und *Reuters* (1999g).

⁵⁸ Vgl. *Reuters* (1999h).

Tabelle 2
Überblick über zentrale Meilensteine des Bieterwettstreits

Zeitpunkt	Meilenstein
1. Februar	Gebot von Société Générale für Paribas
9. März	Abgabe Gegengebot für Société Générale und Paribas durch BNP bei den französischen (Wertpapier-)Aufsichtsbehörden CMF und COB
16. März	Genehmigung für BNP-Gebot durch CMF
29. März	Genehmigung für BNP-Gebot durch Bankenaufsicht CECEI und Prospektgenehmigung durch COB
15. Juni	Erhöhung des Gegengebots für Paribas durch Société Générale
21. Juni	Stopp des Bieterwettstreits durch die französischen Aufsichtsbehörden mit dem Ziel der Erreichung einer Verhandlungslösung
30. Juni	Scheitern der Verhandlungslösung
1. Juli	Erhöhung des Gebots von BNP für Société Générale und Paribas
6. August	Auslaufen der beiden gegnerischen Gebote
14. August	Kommunikation der Ergebnisse des Bieterwettstreits
27. August	Ende des Bieterwettstreits, Entscheidung der französischen Aufsichtsbehörden: Notwendigkeit für BNP zur Rückgabe der erworbenen Anteile an Société Générale

Quelle: Eigene Darstellung, BNP Paribas (2000a), S. 66

Pébereau jedoch auch auf die Möglichkeit eines Zusammenschlusses nur mit Paribas.⁵⁹ Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der bereits relativ weit fortgeschrittenen Integrationsvorbereitungen aufseiten von Société Générale und Paribas wurde das Gegengebot von diesen als feindlich und nicht wertschaffend abgelehnt.⁶⁰ Der Kapitalmarkt stufte das Gegengebot als grundsätzlich defensiv ein. Die Einschätzungen blieben hierbei gemischt: Zum einen wurde die hohe Komplexität des Zusammenschlusses und eine hieraus folgende mögliche langwierige Integration ebenso wie der aufgrund der ablehnenden Reaktion von Paribas und Société Générale erwartete Bieterwettstreit negativ beurteilt. Gleichzeitig wurde jedoch die durch die mögliche Fusion geschaffene Plattform (allein auf

⁵⁹ Vgl. *DowJones Newswires* (1999e), *Reuters* (1999j) und *Agence France-Presse* (1999b).

⁶⁰ Vgl. *Reuters* (1999k).

Tabelle 3

Überblick über wichtige Kennzahlen der drei Banken (1998)

Kennzahlen	BNP	Société Générale	Paribas
Nettoeinnahmen (Mrd. EUR)	7,4	9,3	4,4
Betriebsgewinn (Mrd. EUR)	2,4	2,4	0,8
Gewinn v. Steuern (Mrd. EUR)	1,5	1,5	1,0
Eigenkapitalrendite (%)	11,8	11,2	11,9
Bilanzsumme (Mrd. EUR)	325	384	265
Kernkapital (Mrd. EUR)	11,6	10,5	8,5
Beschäftigte	56.300	58.600	19.400

Quelle: Reuters (1999i)

Basis ihrer Größe) als positiv für die Positionierung in den Kerngeschäftsfeldern und für den weiteren Konsolidierungsprozess angesehen.⁶¹

Das neue Institut SBP sollte – nach Angaben von BNP – Kosten ebenso wie Umsatzsynergien in Höhe von 1,27 Mrd. EUR und einen RoE von 16 % (ab 2002) erreichen. Die Einsparungen sollten hierbei (trotz bestehender Überlappungen der drei Banken im Corporate und Investment Banking ebenso wie im Retail Banking von BNP und Société Générale) ohne signifikante Entlassungen erreicht werden. Darüber hinaus sollten die bestehenden Marken der drei Banken in den Bereichen Retail Banking, Private und Investment Banking ebenso wie im Asset Management beibehalten werden. Zusammengefasst werden sollten jedoch die internationalen Wholesale-Banking-Aktivitäten von BNP und Société Générale. Von politischer Seite wurde das Angebot mit Zurückhaltung kommentiert und die Notwendigkeit des Verzichts auf umfangreiche Entlassungen betont. Gleichzeitig wurde eine entsprechende Prüfung angekündigt.⁶² Von Analysten wurde der Verzicht auf weitreichende Kostensenkungsmaßnahmen insbesondere im Bereich des Retail Banking (bei bestehenden Überlappungen zwischen BNP und Société Générale) mit Skepsis betrachtet. Im Vergleich zum Gebot von Société Générale sahen sie hierin eine wesentliche Quelle möglicher Wertschaffung des BNP-Gebots.⁶³

⁶¹ Vgl. *Dow Jones Newswires* (1999c) und *Associated Press* (1999b).

⁶² Vgl. *Dow Jones Business News* (1999b) und *Agence France-Presse* (1999b).

⁶³ Vgl. *Dow Jones Newswires* (1999f).

Einen wesentlichen Schritt zur erfolgreichen Realisierung der Transaktion machte BNP am 16. März mit der Genehmigung des Gebots durch die französische Börsen-/Wertpapieraufsicht CMF, die die grundsätzliche Zulässigkeit auf Basis der Angebotsbedingungen prüfte. In einem weiteren Schritt erteilte am 29. März auch die französische Bankenaufsicht CECEI ihre Genehmigung nach einer Prüfung eventueller negativer Konsequenzen des Gebots für das französische Bankensystem. Am selben Tag nahm das Gebot mit der erfolgreichen Prospektprüfung durch die zweite Börsen-/Wertpapieraufsicht COB die letzte Hürde.⁶⁴ Gegen die Entscheidung des CMF zur Zulassung des Angebots wurde sowohl von Société Générale als auch von Paribas Widerspruch eingelegt. Beide verwiesen auf die bestehenden hohen Unsicherheiten infolge der beiden gegnerischen Gebote, die eine Vielzahl von Ergebnissen des Bieterwettstreits vom Scheitern beider Gebote bis hin zu einem (Teil-)Erfolg eines der beiden Gebote möglich werden ließen – mit potenziell negativen Konsequenzen für das Bankensystem. Die Konsequenz aus den Beschwerden gegen die Genehmigung des BNP-Gebots war eine deutliche Verzögerung des Bieterwettstreits. Eine entsprechende Entscheidung über die Beschwerde war nicht vor Juni zu erwarten. Beide Unternehmen lehnten auch weiterhin das feindliche Gebot von BNP ab.⁶⁵

In den Folgemonaten kam es wiederholt zu öffentlichen Auseinandersetzungen zwischen den Parteien sowie gegenseitigen Beschwerden bei den französischen Aufsichtsbehörden (insbesondere bei der Börsen- und Wertpapieraufsicht), u. a. aufgrund des Vorwurfs von Kursmanipulationen oder bewusst irreführender Kommunikation im Rahmen des Bieterwettstreits.⁶⁶ Einen weiteren Höhepunkt stellten dann Streiks der Belegschaft (einschließlich des Managements) von Société Générale gegen das feindliche Gebot von BNP dar.⁶⁷ Société Générale läutete am 15. Juni mit einer Erhöhung des Gebots für Paribas um eine Barkomponente im Wert von insgesamt 1,5 Mrd. EUR eine neue Runde im Bieterwettstreit ein. Mit Verweis auf die Notwendigkeit, dieses Gebot prüfen zu müssen, stoppten die französischen Behörden (durch die Bankenaufsicht CECEI unter dem Vorsitz des Zentralbankgouverneurs Jean-Claude Trichet) jedoch die hitzige Auseinandersetzung und zwangen die Parteien zu Gesprächen mit dem Ziel der Herbeiführung einer Konsenslösung. Diese

⁶⁴ Vgl. *Reuters* (1999l).

⁶⁵ Vgl. *Agence France-Presse* (1999c).

⁶⁶ Vgl. *Agence France-Presse* (1999d) und *Corporate Money* (1999).

⁶⁷ Vgl. *DowJones Newswires* (1999g).

Konsenslösung scheiterte jedoch am 30. Juni, und der Bieterwettstreit fand seine Fortsetzung mit einem ebenfalls erhöhten Gegenangebot von BNP am 1. Juli.⁶⁸

BNP erhöhte hierbei das ursprüngliche Gebot auf ca. 39,6 Mrd. EUR und bot damit bei einer eigenen Marktkapitalisierung von ca. 18 Mrd. EUR den 2,2-fachen eigenen Wert.⁶⁹ Auf Basis der zu diesem Zeitpunkt gegebenen Kurse bedeutete das Gebot einen Aufschlag von ca. 2% auf das ebenfalls zuvor um die Barkomponente erhöhte Gebot von Société Générale für Paribas.⁷⁰ Aufgrund des überwiegend aktienbasierten Gebots hing die exakte Höhe des Gebots von der Kursentwicklung der zugrunde liegenden Aktien ab – beide Angebote für Paribas unterschieden sich hiernach jedoch nur in geringem Maße. Die finale Entscheidung der Investoren hing daher maßgeblich von der Erwartung und dem Vertrauen in die unterschiedlichen vorgeschlagenen Fusionsprojekte ab.

Société Générale und Paribas lehnten auch das verbesserte Angebot umgehend ab.⁷¹ Für den 6. August wurde daher von den Aufsichtsbehörden wegen des nicht absehbaren Endes des Bieterwettstreits das Auslaufen der feindlichen Gebote und damit das Ende der Auseinandersetzung festgelegt. Auch in den letzten Wochen bis zum 6. August wurde die Auseinandersetzung fortgesetzt. Von beiden Seiten wurde hierbei der erwartete Erfolg ihrer Gebote betont. Die Entwicklung der Aktien der drei beteiligten Banken verlief dabei sehr volatil. Zum einen entstand zunehmender Druck auf die Kurse, da der Kapitalmarkt wegen der gegebenen Unklarheit über den Ausgang das Fehlen eines klaren Ergebnisses und eine weitere Fortsetzung der Auseinandersetzung fürchtete. Positive Impulse ergaben sich jedoch gleichzeitig durch aufkommende Gerüchte über sogenannte „Weiße Ritter“, d.h. (ausländische) Unternehmen, die Société Générale bei der Abwehr des BNP-Gebots helfen würden, sowie durch gute Halbjahreszahlen der drei Banken.⁷²

⁶⁸ Vgl. *The Wall Street Journal* (1999a), *The Wall Street Journal* (1999b), *Dow-Jones Newswires* (1999h) und *DowJones Newswires* (1999i).

⁶⁹ Insgesamt bot BNP 15 eigene Aktien sowie 60 EUR Barkomponente für 7 Société-Générale-Aktien und in einem zweiten Gebot (für maximal 30% der Aktien von Société Générale) 11 BNP-Aktien für 5 Société-Générale-Aktien. Für 20 Paribas-Aktien bot BNP 29 eigene Aktien sowie 13 Garantiezertifikate. Dies bedeutete gegenüber dem vorhergehenden Gebot für Société Générale eine Verbesserung um 5% und für Paribas um ca. 12%. Gegenüber den zu diesem Zeitpunkt gegebenen Aktienkursen bedeutete dies ein Premium von ca. 7% für Société Générale und von ca. 15% für Paribas. Vgl. *Agence France-Presse* (1999e).

⁷⁰ Vgl. *Agence France-Presse* (1999e).

⁷¹ Vgl. *DowJones Newswires* (1999j).

Am 14. August verkündeten die französischen Aufsichtsbehörden die Ergebnisse des Bieterwettstreits. Hiernach hatte BNP mit 65,1 % des Kapitals und 65,2 % der Stimmrechte klar Erfolg mit seinem Gebot für Paribas. Gleichzeitig erreichte das Gebot von BNP für Société Générale nur 36,8 % des Kapitals und 31,5 % der Stimmrechte. Dieses Ergebnis wurde vom Kapitalmarkt als „the worst possible scenario“⁷³ beschrieben, da insbesondere aus dem Zusammenschluss von BNP und Société Générale im Retail Banking hohe Wertschaffungspotenziale erwartet worden waren. Die Potenziale aus einem Zusammenschluss nur mit Paribas wurden als eher gering angesehen.⁷⁴ In den folgenden Tagen versuchte BNP die französische Bankenaufsicht (CECEI) davon zu überzeugen, dass die 31,5 % der Stimmrechte eine „effektive Kontrolle“ über Société Générale darstellen würden. Hierfür waren jedoch von Marktbeobachtern mindestens 35 % als notwendig angesehen worden. Bei Ablehnung müsste BNP seine im Rahmen des Bieterwettstreits erworbenen Anteile zurückgeben.⁷⁵ Die Härte des Bieterwettstreits zeigte sich im Vorfeld der Entscheidung der Aufsichtsbehörden an erneuten Streiks der Société-Générale-Belegschaft gegen einen Zusammenschluss mit BNP.⁷⁶

Am 27. August forderte die französische Bankenaufsicht CECEI BNP in der Tat auf, die erworbenen Anteile zurückzugeben und erklärte BNPs Gebot für Société Générale als gescheitert. Der erreichte Anteil wurde als nicht ausreichend angesehen, um die notwendige effektive Kontrolle auszuüben.⁷⁷ Vonseiten der französischen Regierung wurde dieses von den Kapitalmärkten schon weitestgehend antizipierte Ergebnis negativ beurteilt, während seitens der Gewerkschaften aufgrund befürchteter Personalreduzierungen positiv reagiert wurde.⁷⁸ Mit der Entscheidung der französischen Bankenaufsicht war der Endpunkt im längsten und härtesten Bieterwettstreit in der französischen Bankengeschichte gesetzt worden. BNP war erfolgreich mit der Übernahme von Paribas, gleichzeitig war der große Schritt der „Dreierfusion“ jedoch gescheitert.

⁷² Gerüchte über entsprechende „Weiße Ritter“ kamen insbesondere vor dem Hintergrund von Aktienkäufen durch die spanische Bank SCH sowie durch andere bereits an Société Générale beteiligte (ausländische) Unternehmen auf. Vgl. *Agence France-Presse* (1999f), *Agence France-Presse* (1999g) und *DowJones News-wires* (1999k).

⁷³ *The Wall Street Journal Europe* (1999b).

⁷⁴ Vgl. *Reuters* (1999m) und *The Wall Street Journal Europe* (1999b).

⁷⁵ Vgl. *Reuters* (1999m).

⁷⁶ Vgl. *The Times* (1999).

⁷⁷ Vgl. *Associated Press* (1999c).

⁷⁸ Vgl. *Associated Press* (1999d) und *Basler Zeitung* (1999).

IV. Transaktionsmotive, M&A-Strategie und ihre Umsetzung

1. Transaktionsmotive und verfolgte M&A-Strategie

Um die Zielerreichung und die Wertschaffung einer Transaktion zu beurteilen, ist es erforderlich, sich zunächst mit den Motiven und Beweggründen auseinanderzusetzen, aufgrund derer die Entscheidung für einen Zusammenschluss – wie den hier betrachteten Merger von BNP und Paribas – gefällt wurde. In einem zweiten Schritt kann dann auf Basis dieser Motive die verfolgte M&A-Strategie bewertet werden.

Das Management der Käuferbanken führt i.d.R. eine Vielzahl von Gründen zur Rechtfertigung einer Transaktion an. Insgesamt werden dabei (naturgemäß) Motive herausgestellt, die direkten Aufschluss auf entsprechende Wertschaffungspotenziale der Transaktion geben bzw. in direktem Zusammenhang hiermit gesehen werden. Als wertschaffende Motive werden in der Literatur regelmäßig die Erzielung von Synergien (Synergiehypothese) und die Steigerung der Effizienz (Effizienzhypothese) genannt.⁷⁹ Nach Jensen und Ruback (1983) stellen Synergien Kostenreduktionen dar, die von den jeweiligen Transaktionspartnern nur durch die Transaktion, nicht jedoch als separate Einheit erreicht werden können.⁸⁰ Eigenständig erreichbare Kostenreduktionen werden hingegen unter Effizienzsteigerungen gefasst. Darüber hinaus werden hier unter Synergien nur operative Synergien in Form von Economies of Scale bzw. Economies of Scope verstanden, nicht jedoch bspw. finanzwirtschaftliche Synergien (z.B. durch die Verringerung der Kapitalkosten) oder Managementsynergien (z.B. durch den Transfer überlegener Managementfähigkeiten).⁸¹ Economies of Scale resultieren aus der Möglichkeit, im Rahmen einer M&A-Transaktion eine Senkung der Stückkosten durch ein erhöhtes Volumen der jeweiligen Produkte/Dienstleistungen je Zeiteinheit zu erreichen.⁸² Economies of Scope liegen vor, wenn das durch eine Transaktion bedingte gemeinsame Anbieten von Produkten/Dienstleistungen günstiger ist als das getrennte Anbieten. Es kommt somit zu Kostensparnissen durch die gemeinsame Produktion, die auf der Möglichkeit der Verwendung gleicher Faktoren (insbesondere übertragbaren firmenspezifischen Wissens) für das Angebot/die Herstellung dieser Produkte/

⁷⁹ Vgl. hierzu bspw. Kerler (1999), S. 44 ff., Jansen (2001), S. 74 f., und Pilloff/Santomero (1998).

⁸⁰ Vgl. Jensen/Ruback (1983).

⁸¹ Vgl. Zieschang (1999), S. 22 f.

⁸² Vgl. Eschen (2002), S. 99 ff., und Jansen (2001), S. 74 f.

Dienstleistungen beruhen.⁸³ Neben Synergien und Effizienzgewinnen können auch strategische Motive (wie die schnelle Erschließung neuer Märkte, die Sicherung der Marktposition etc.) aufgrund der hiermit verbundenen Wertimplikationen zu den wertschaffenden Motiven gezählt werden. Im Folgenden beschränkt sich die Diskussion auf diese genannten Motive.⁸⁴

BNP formulierte in diesem Zusammenhang als Zielsetzung für den zunächst vorgeschlagenen Merger der drei Banken:

- „Give France a European-scale banking group with a strong domestic base.“⁸⁵
- „The idea is to create a French champion of the European banking sector.“⁸⁶

Gemessen an Bankaktiva sollte die größte Bank der Welt mit führender Stellung in allen Kerngeschäftsfeldern (vom Retail Banking bis zum Asset Management) entstehen. Abbildung 3 gibt einen Überblick über das Leistungsprogramm der drei Banken vor Beginn des Bieterwettstreits. Während BNP und Société Générale als klassische Universalbanken in allen hier betrachteten Geschäftsbereichen aktiv waren, lag der Fokus von Paribas (neben den Aktivitäten im Bereich Specialist Banking und Private Banking/Asset Management sowie den umfangreichen Industriebeteiligungen) im Wholesale-Banking-Bereich.

Auf Basis dieses Leistungsprogramms sollten sich die Wertschaffungspotenziale der Transaktion ergeben aus:⁸⁷

- einem erhöhten Umsatzwachstum, getrieben durch organisches ebenso wie externes Wachstum,
- hohen Kostensenkungspotenzialen durch die Realisierung entsprechender Synergien (Economies of Scale und Scope) im Retail Banking

⁸³ Vgl. Jansen (2001), S. 75, Stein (1992), S. 127 ff., und Eschen (2002), S. 101 ff.

⁸⁴ Es erfolgt somit keine abschließende Diskussion der unterschiedlichen Transaktionsmotive – vielmehr werden nur die für die Case Study als besonders relevant erachteten Motive herausgearbeitet. Andere wertschaffende Motive (basierend z.B. auf der Informationshypothese oder der Diversifikationshypothese) ebenso wie nicht wertschaffende Motive (auf die Hubris-Hypothese und die Agency-Hypothese wurde bereits in Kapitel II.3. eingegangen) werden hier nicht vertieft. Für einen Überblick über die verschiedenen M&A-Motive im Bankensektor vgl. Beitel (2002), S. 18 ff.

⁸⁵ BNP Paribas (2005).

⁸⁶ Reuters (1999g).

⁸⁷ Vgl. BNP (1999), S. 3.

Kerngeschäfts- felder	Teil des Leistungsprogramms der Bank?		
	BNP	Société Générale	Paribas
Retail Banking	JA (2.100 Filialen inkl. Banque de Bretagne; zzgl. >520 Auslandsfilialen)	JA (2.700 Filialen inkl. Sogenal und Crédit du Nord; einschließlich Tochtergesell- schaften)	NEIN
Specialist Banking	JA (BNP Lease Universal Credit Department (Privatkunden); BNP Lease (Unternehmenskunden); BNP Factor)	JA (FranFinance; Sofinabail)	JA (Cetelem; UFB-Locabail)
Private Banking/ Asset Mgmt.	JA (Verwaltetes Volumen: 110 Mrd. EUR)	JA (Verwaltetes Volumen: 150 Mrd. EUR)	JA (Verwaltetes Volumen: 71 Mrd. EUR; inkl. Cardif und Cortal)
Wholesale Banking	JA	JA	JA
Portfolio von Beteiligungen	JA	JA	JA

Quelle: Eigene Darstellung, BNP (1999)

Abbildung 3: Überblick über das Leistungsprogramm
der drei Banken vor der Transaktion

ebenso wie in den anderen Bereichen mit entsprechenden Überlappungen,

- der Anpassung des Business Mix, verbunden mit einer entsprechenden Fokussierung auf Bereiche mit hoher und insbesondere nachhaltiger Profitabilität,
- einem umfassenden internen Benchmarking zur Identifikation und entsprechenden übergreifenden Implementierung von Best Practices sowie
- einheitlichen Risikomanagement- und Controllingprozessen.

Hierauf basierend können die drei im Fokus stehenden Motive für die Transaktion und damit auch die Eckpfeiler der M&A-Strategie BNPs herausgearbeitet werden:

- *Realisierung von Synergien (Economies of Scale und Scope)*: In allen Kerngeschäftsfeldern der drei Banken bestanden signifikante Überlappungen, die im Front- und Backoffice die Realisierung signifikanter kostenseitiger Synergien (Economies of Scale) durch eine entsprechende Konsolidierung der Aktivitäten ermöglichten (z.B. in Marketing/Produktentwicklung, im Bereich IT und im Vertrieb). Neben

Kredit und Kapital 3/2007

diesen Effekten bestand die Möglichkeit weiterer umsatz- und kosten-seitiger Synergien (Economies of Scope) durch die mit dem Zusammenschluss deutlich erweiterte Produktpalette in den einzelnen Kerngeschäftsbereichen, die Potenziale (nicht zuletzt durch Cross-Selling) bei bestehenden Kunden ebenso wie die Erschließung von Neukunden ermöglichte.

- *Effizienzsteigerung*: Durch das interne Benchmarking und die gruppenweite Etablierung von Best Practices ermöglichte der Zusammenschluss deutliche Effizienzsteigerungen innerhalb der einzelnen Bereiche.
- *Strategische Positionierung*: Die strategische Positionierung als eine der führenden Banken Europas in allen Kerngeschäftsfeldern war ebenfalls ein zentrales Motiv des Gebots von BNP, das erhebliche zukünftige Wertschaffungspotenziale (insbesondere im Rahmen weiterer – dann paneuropäischer – Konsolidierungsschritte) ermöglichen sollte.

Diese Transaktionsmotive verdeutlichen BNPs Strategie, die auf die schnelle Schaffung eines nicht nur französischen, sondern europäischen „Champions“ in der Bankenbranche ausgerichtet war. Auf dem heimischen französischen Markt sollte mit dem Zusammenschluss die Konsolidierung des Retail Banking erfolgen. In den anderen Kerngeschäftsfeldern (wie Private Banking/Asset Management und Corporate/Investment Banking) zielte die Transaktion darauf ab, die auf europäischer Ebene notwendige kritische Größe zu erreichen.⁸⁸ Aus dieser Position der Stärke wollte BNP dann aktiv an den erwarteten weiteren Konsolidierungsschritten der europäischen Bankenlandschaft teilnehmen.⁸⁹

Hier unterschieden sich das Gebot und die zugrunde liegende Strategie von BNP deutlich von der Strategie der Société Générale. Das Gebot der Société Générale war auf die Kombination von zwei komplementären Geschäftsmodellen mit einem starken Retail Banking der Société Générale und dem internationalen Capital-Markets- und Specialized-Finance-Geschäft von Paribas fokussiert. Aufgrund entsprechend relativ geringer Synergiemöglichkeiten in den überlappenden Bereichen wurde dieses Gebot von den Kapitalmärkten eher skeptisch gesehen – trotz der leichteren Implementierbarkeit bedingt durch den Verzicht auf Massenentlassungen.⁹⁰

⁸⁸ Vgl. BNP (1999), S. 3, und BNP Paribas (2000b), S. 8.

⁸⁹ Vgl. BNP Paribas (2000b), S. 5.

⁹⁰ Vgl. Wall Street Journal Europe (1999b).

Kerngeschäfts-felder	Ansätze zur Realisierung der Wertschaffung in den sechs vorgeschlagenen Kerngeschäftsfeldern der neuen SBP	Erwartete Wertschaffung (in Mio. EUR)*
Retail Banking (Frankreich)	<ul style="list-style-type: none">– Erreichung umfassenden Vertriebsnetzes (4.800 Filialen, 11 Mio. Kunden, 25%-Marktanteil bspw. bei kleinen/mittelständischen Unternehmen)– Beibehaltung der verschiedenen Marken (Multi-Brand-Model)– Synergien (insb. Economies of Scale) durch Zusammenlegung von Marketing/Produktentwicklung, Datenverarbeitung/IT und Backofficefunktionen	360
Retail Banking (International)	<ul style="list-style-type: none">– Beibehaltung lokaler Marken– Kostenseitige Synergien (insb. Economies of Scale) im Backofficebereich; umsatz- und kostenseitige Synergien (insb. Economies of Scope) durch Auf-/Ausbau anderer Geschäftsbereiche der Gruppe (bspw. Asset Management/Private Banking)– Weiteres externes Wachstum durch Akquisitionen	80
Spec. Banking Activities	<ul style="list-style-type: none">– Für Unternehmenskunden: Zusammenfassung der Aktivitäten im Bereich Leasing und Factoring bei Beibehaltung der Marken– Für Privatkunden: Wachstum insbesondere im Bereich Konsumentenkredite durch Cetelem	130
Private Banking/ Asset Mgmt.	<ul style="list-style-type: none">– Realisierung von Synergien (insb. Economies of Scale) im Backofficebereich– Verwendung der gewonnenen kritischen Größe für weitere (internationale) Expansion– Optimierung der gemeinsamen Produktpalette bei Beibehaltung der Marken	220
Global Cust. and Markets	<ul style="list-style-type: none">– Merger von Société Générale und BNP in diesem Bereich (Economies of Scale und Scope durch die Zusammenlegung der Aktivitäten im Frontoffice ebenso wie in Backoffice/IT; Best Practice-Austausch; Ausbau der internationalen Präsenz; Aufbau gemeinsamer Risikomgmt.- und Controllingprozesse und entsprechender Managementstrukturen; Reduktion des Kapitalbedarfs)– Beibehaltung von Paribas als selbstständige Einheit; dabei:<ul style="list-style-type: none">– Beibehaltung der Marke/des Fokus der Geschäftstätigkeit von Paribas– Eigenständige Führung durch das Management von Paribas (inkl. Personalmanagement)– Erstellung eines ambitionierten mittelfristigen Plans zur Erreichung höherer Profitabilität (inkl. Fokussierung auf profitables, weniger kapitalintensives Geschäft)	400
Portfolio of ind. investments	<ul style="list-style-type: none">– Reduktion des gebundenen Kapitals um 30 – 40%– Reinvestition des entsprechenden Kapitals im Kerngeschäft bzw. Ausschüttung	80
		1370

* Synergien bezogen auf das Vorsteuerergebnis; volle Erreichung ab 2002; Restrukturisierungskosten von ca. 1.400 Mio. EUR in 1999.
Quelle: Eigene Darstellung, BNP Paribas (1999)

Abbildung 4: Ansätze zur Realisierung der Wertschaffung in den Kerngeschäftsfeldern

Das Gebot von BNP zur Zusammenfassung der drei Banken zur neuen „SBP“ ging den gewünschten Schritt weiter. Abbildung 4 gibt einen Überblick über die geplanten Ansätze zur Wertschaffung bei Zusammenfassung der drei Banken und der Bildung des gewünschten „Champions“ mit den bereits genannten sechs Kerngeschäftsfeldern.

Der Kapitalmarkt beurteilte die Strategie von BNP und die vorgeschlagenen Ansätze zur Wertschaffung gemischt:⁹¹ Das Gegengebot wurde einerseits als rein defensiver Schritt gesehen, der der Bildung eines (gemessen an der Marktkapitalisierung) annähernd doppelt so großen Wettbewerbers „SG Paribas“ entgegentrat. Darüber hinaus wurde die Komplexität der Transaktion als nachhaltiges Risiko gesehen. Die gleichzeitige Integration von drei Großbanken in einem noch dazu durch das feindliche Gebot belasteten Umfeld stellte ein hohes Umsetzungsrisiko

⁹¹ Vgl. bspw. Associated Press (1999b) und DowJones Newswires (1999c).
Kredit und Kapital 3/2007

dar. Zusätzlich wurden die Ansätze zur Wertschaffung z.T. als nicht weitgehend genug angesehen. Die Beibehaltung von Paribas als selbstständige Einheit und die Fusion lediglich der Corporate-Customers- und Markets-Bereiche von BNP und Société Générale wurden in diesem Zusammenhang ebenso kritisch hinterfragt wie die Erreichbarkeit signifikanter Synergien (Economies of Scale und Scope) bei bspw. gleichzeitigem Verzicht auf Entlassungen im Retail Banking. Als positiv wurde jedoch insbesondere die durch die Transaktion erreichte kritische Größe in vielen der Geschäftsbereiche und die hiermit erreichte Plattform für weiteres externes Wachstum angesehen. Die Transaktion besaß aus Sicht des Marktes aufgrund dieser strategischen Positionierung insbesondere langfristiges Potenzial.

Mit dem Scheitern des BNP-Gebots für Société Générale stellte sich nicht das Ziel der Dreierfusion, sondern das von allen Parteien strategisch am wenigsten gewünschte Szenario ein. Durch den Zusammenschluss von BNP und Paribas entstand zwar ein französischer „Champion“. Ohne Überlappungen im Retail Banking waren die Wertschaffungspotenziale aber (im Vergleich zur angestrebten Dreierfusion) deutlich geringer. Der Zusammenschluss erschien nicht attraktiver als die ursprünglich von Société Générale und Paribas angestrebte „komplementäre“ Fusion. Doch nicht nur die Dreierfusion, auch die Fusionspläne von Société Générale waren gescheitert, und die Bank musste befürchten, nun selbst Target einer (internationalen) Konsolidierung zu werden.

2. Durchführung der Transaktion und Integration

Mit dem Ende des Bieterwettstreits am 27. August 1999 sah sich BNP mit der Herausforderung der Integration der beiden Großbanken konfrontiert. Aus zwei separaten Organisationen musste in einem noch durch den feindlichen Übernahmewettstreit belasteten Umfeld eine Großbank mit Aktivitäten in 83 Ländern, insgesamt 77.000 Mitarbeitern und einer umfangreichen Produkt- und Servicepalette entstehen.⁹² Hierbei lag der Fokus auf der schnellen Umsetzung der Integration. Am 23. August – nach Kommunikation des erfolgreichen Gebots für Paribas – wurden bereits die Grundsätze der Integration mit der folgenden einfachen Formel beschrieben: *Six days, six weeks, six months*.⁹³ Hiernach

⁹² Vgl. *BNP Paribas* (2000a), S. 20.

⁹³ Vgl. auch für die folgenden Ausführungen *BNP Paribas* (2000a), S. 7 und S. 20 f.

Tabelle 4

Überblick über zentrale Meilensteine der Integration

Zeitpunkt	Meilenstein
27. August	Ende des Bieterwettstreits, Entscheidung der französischen Aufsichtsbehörden: Notwendigkeit für BNP zur Rückgabe der erworbenen Anteile an Société Générale
1. September	Ernennung des Topmanagements von BNP Paribas
20. September	Präsentation des Businessplans; Ankündigung des Gebots für die weiteren/noch ausstehenden Paribas-Aktien
4. November	Kommunikation der Ergebnisse des Gebots für die ausstehenden Aktien durch CMF (96 %)
1. Februar	Squeeze out/Erreichung eines 100 %-Anteils an Paribas
23. Mai	Bestätigung der Schaffung der neuen BNP-Paribas-Gruppe auf gemeinsamer Hauptversammlung

Quelle: Eigene Darstellung, BNP Paribas (2000a), S. 66

sollte innerhalb von sechs Tagen das Managementteam der neuen Bank benannt, innerhalb von sechs Wochen der Fusionsprozess auf allen Ebenen des Unternehmens angestoßen und innerhalb von sechs Monaten die Implementierungsphase gestartet werden. Insgesamt 450 Arbeitsgruppen (koordiniert durch 35 Task Forces) mussten für die einzelnen Geschäftsfelder und Themengebiete in dieser dritten Phase klare Endprodukte erstellen:

- Bis Ende Januar 2000: die Finalisierung von Empfehlungen zu organisatorischen Fragen und Synergiepotenzialen (im Rahmen der Ermittlung und späteren Umsetzung der tatsächlichen Synergiepotenziale wurden 120 umsatzseitige und 830 kostenseitige Projekte aufgesetzt und dann entsprechend durchgeführt).
- Bis Ende Februar 2000: Bestimmung des Fusionseffekts auf das Budget 2000.
- Bis Ende März 2000: Fertigstellung der konkreten Implementierungspläne (die einen Zeitraum von maximal 18 bis 24 Monaten für die Implementierung bspw. der IT vorsah).

Tatsächlich wurden bereits am 1. September 1999 das neue Topmanagement sowie die neue Struktur der Gruppe vorgestellt.⁹⁴ Beide Banken waren im neuen Vorstand unter der Leitung von BNP-CEO Michel Pébe-

reau in gleicher Anzahl vertreten. Ebenso zügig wurden auch die weiteren zu besetzenden Führungspositionen der Bank vergeben – bereits im November waren 480 Manager der Bank benannt. Wie im Vorstand erhielten ehemalige Paribas-Verantwortliche dabei führende Positionen in der neu gebildeten Gruppe.⁹⁵ Damit wurde nach dem feindlichen Gebot ein klares Zeichen für den Integrationsprozess und die entsprechende Berücksichtigung der Befindlichkeiten Paribas gesetzt. Ein BNP-Verantwortlicher beschrieb dies als: „This started out as a hostile bid but we want to make the merger a friendly one.“⁹⁶ Diese starke Berücksichtigung des Paribas-Know-hows auch durch die Besetzung entsprechender Management-Positionen war auch erforderlich, um die hoch qualifizierten Mitarbeiter von Paribas (insbesondere im Bereich Corporate Customers und Markets) für die Zukunft an das Unternehmen zu binden. Dies wurde ferner gestützt durch entsprechende Kompensationsregelungen und Incentivesysteme.

Am 20. September wurde der Businessplan für die Integration vorgestellt, der wesentlich auf den beim feindlichen Gebot für Paribas beschriebenen Ansatzpunkten aufbaute. BNP hatte den Merger nur mit Paribas als eine mögliche strategische Option (bei Scheitern des Gebots für beide Banken) bereits im Rahmen dieses Gebots beschrieben. Die Ansätze zur Wertschaffung entsprachen abgesehen von zwei Divergenzen denen, die in Abbildung 3 beschrieben sind:⁹⁷

- Der Plan beschränkte sich auf die Einheiten Private Banking/Asset Management, Specialized Finance, Corporate Customers und Markets sowie das Beteiligungsportfolio aufgrund des nicht vorhandenen Retailgeschäftes bei Paribas.
- Für den Bereich Corporate Customers and Markets sah das Gebot eine Fusion der entsprechenden Bereiche unter dem Banner von Paribas vor.

Diese Planung wurde zu Beginn der Integration im Wesentlichen bestätigt.⁹⁸ Insgesamt 850 Mio. EUR Synergien (davon 700 Mio. EUR auf der Kosten- und 150 Mio. EUR auf der Umsatzseite) wurden identifiziert.

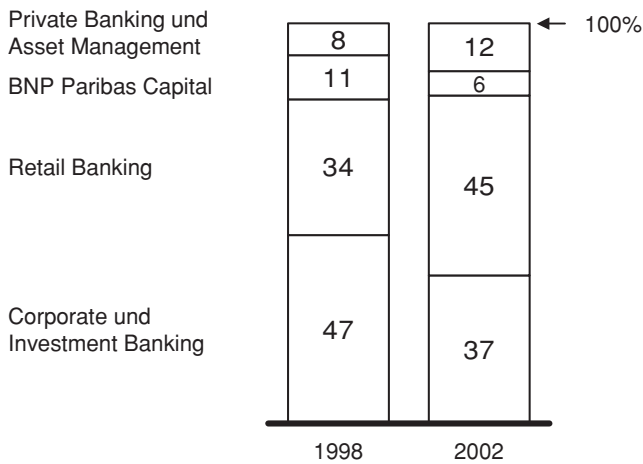
⁹⁴ Die Struktur der Gruppe basierte auf den oben beschriebenen sechs Geschäftsfeldern.

⁹⁵ Vgl. *Les Echos* (1999), *DowJones Newswires* (1999) und *m*) und *Reuters* (1999n).

⁹⁶ Vgl. *DowJones Newswires* (1999).

⁹⁷ Vgl. *BNP* (1999), S. 13 ff.

⁹⁸ Vgl. für die folgenden Ausführungen u. a. *DowJones Newswires* (1999n).



Quelle: BNP Paribas (2000c), S. 3

Abbildung 5: Kapitalreallokation und Optimierung des Business Mix

Von diesen sollten 20 % der Kostensynergien (oder 140 Mio. EUR) bereits im Jahr 2000, 570 Mio. EUR im Jahr 2001 und die vollen 850 Mio. EUR ab 2002 umgesetzt werden. Für 2002 sollte sich hierauf basierend dann ein RoE von 16 % ergeben. Zusätzlich wurde eine deutliche Kapitalreallokation und damit eine entsprechende Optimierung des Business Mix der Gruppe durchgeführt, die in Abbildung 5 dargestellt ist.

Das gebundene Kapital für das Beteiligungsportfolio (BNP Paribas Capital) sollte durch Beteiligungsverkäufe reduziert werden. Im Bereich Corporate und Investment Banking stand durch den Verzicht auf kapitalintensives, niedrig-margiges Geschäft ebenfalls die deutliche Reduktion des notwendigen Kapitals bei gleichzeitiger Steigerung der Profitabilität im Fokus. Das frei werdende Kapital sollte die weiteren Kerngeschäftsfelder – insbesondere das Retail Banking – stärken. Diese Anpassung des Business Mix zielte auf eine höhere Ergebniskontinuität ab. Im Corporate und Investment Banking als Hauptträger der zu erreichenden Synergien wurden zur Erreichung der Ziele zügig umfangreiche Restrukturierungen angestoßen:⁹⁹

⁹⁹ Vgl. BNP Paribas (2001), S. 5.

- Implementierung einer neuen Kundensegmentierung, Reorganisation des Vertriebs und systematische Analyse der Cross-Selling-Möglichkeiten,
- Konsolidierung des Produktangebots und
- Restrukturierung des internationalen Netzwerks, Konzentration der Backofficeaktivitäten und Flexibilisierung der Kostenbasis.

Mit dem Businessplan war der Rahmen für die Integration gesetzt, die im Folgenden in den einzelnen Arbeitsgruppen mit großer Geschwindigkeit umgesetzt wurde. Bereits im Jahr 2000 wurden 268 Mio. EUR Kostensynergien (statt der ursprünglich erwarteten 140 Mio. EUR) erreicht. Hierbei wurden in allen Kerngeschäftsfeldern die im Rahmen des Businessplans beschriebenen Konsolidierungs- und Integrationsschritte (weitestgehend) angestoßen.¹⁰⁰ Die Gruppe war – nach der Bestätigung durch die gemeinsame Hauptversammlung im Mai 2000 – bereits zur Jahresmitte in ihrer neuen Struktur etabliert. Diese – höher als erwartete – Geschwindigkeit setzte sich auch 2001 mit der Erreichung fast der kompletten avisierten Synergien fort (deutlich vor dem 1999 genannten ohnehin ambitionierten Zeitplan).¹⁰¹ Die Ausführungen verdeutlichen den Nachdruck und die Stringenz, mit denen der Integrationsprozess der beiden Banken trotz der Komplexität bedingt durch die Größe und das diverse Produkt- und Serviceangebot in einem kurzen Zeitrahmen innerhalb von 18 bis 24 Monaten in den wesentlichen Bereichen bewältigt wurde.

Nach diesem Überblick über die Hintergründe der Transaktion (einschließlich der Transaktionsmotive und der von BNP verfolgten M&A-Strategie) und der Darstellung des mit großem Nachdruck vorangetriebenen Integrationsprozesses schließt sich im Teil II dieses Beitrags die Analyse der Wertschaffung und damit des Erfolgs der Transaktion an. Auf Basis dieser Ergebnisse werden dann zentrale Erfolgsfaktoren für zukünftige (feindliche) Bankentransaktionen in der europäischen Bankenindustrie herausgearbeitet. Dieser zweite Teil des Beitrages wird im folgenden Heft 4/2007 dieser Zeitschrift erscheinen.

Literatur

Agence France-Presse (1999a): BNP in Hostile Bid for Société Générale-Paribas, World's Largest Bank, 9. März 1999. – *Agence France-Presse* (1999b): BNP Faces Battle in Euro-inspired Bid into a Surprise Bid for Rivals Societe Generale and

¹⁰⁰ Vgl. *BNP Paribas* (2000a), S. 30 ff.

¹⁰¹ Vgl. *BNP Paribas* (2001), S. 3.

Paribas Aimed at Creating the World's Largest Bank in Terms of Assets, but It Was by No Means Clear the Bid Would Succeed, 10. März 1999. – *Agence France-Presse* (1999c): Societe Generale, Paribas Boards Reject BNP Bid, 6. April 1999. – *Agence France-Presse* (1999d): Tension Mounts in Battle of the French Banks, 12. April 1999. – *Agence France-Presse* (1999e): BNP Raises Takeover Stakes, Valuing SG-Paribas at 39,6 Billion Euros, 1. Juli 1999. – *Agence France-Presse* (1999f): French Banks Lobby Support for Rival Bids, 23. Juli 1999. – *Agence France-Presse* (1999g): BNP to Take Legal Action against British Insurer CGU in Battle for SocGen, 29. Juli 1999. – Aggarwal, R., Akhigbe, A. und McNulty, J. (2003): Do Shareholders Benefit from Bank Mergers when there Are Underlying Efficiency Gains? Working Paper, Januar 2003, Kent State University. – Altunbas, Y. und Marqués Ibán, D. (2004): Mergers and Acquisitions and Bank Performance in Europe – the Role of Strategic Similarities, ECB Working Paper Series, Working Paper No. 398, Oktober 2004. – Altunbas, Y., Gardener, E. und Molyneux, P. (1996): Big-bank Mergers in Europe: An Analysis of the Cost Implications, in: *Economica*, 64, S. 317–329. – Andrade, G., Mitchell, M. und Stafford, E. (2001): New Evidence and Perspectives on Acquisitions, in: *Journal of Economic Perspectives*, 15, S. 103–120. – *Associated Press* (1999a): Societe Generale to Buy Paribas for \$17 Billion, 1. Februar 1999. – *Associated Press* (1999b): French Bank Makes Bid for Two Others, 9. März 1999. – *Associated Press* (1999c): French Banking Authorities Rule against BNP in Takeover, 27. August 1999. – *Associated Press* (1999d): French Prime Minister Disappointed at Failure to Form Megabank, 29. August 1999. – *Banque de France* (1999): Annual Report, 1999. – *Basler Zeitung* (1999): Dreier-Bankenfusion in Frankreich gescheitert, 30. August 1999. – Belaisch, A., Kodres, L., Levy, J. und Ubide, A. (2001): Euro-area Banking at the Crossroads, IMF Working Paper, WP/01/28. IMF Publication. – Beitel, P. (2002): Akquisitionen und Zusammenschlüsse europäischer Banken, Wiesbaden. – Beitel, P. und Schiereck, D. (2003): Zum Erfolg von Akquisitionen und Zusammenschlüssen zwischen Banken: eine Bestandsaufnahme der empirischen Forschung, in: Österreichisches Bankarchiv, 51, S. 501–515. – Berger, A. (1998): The Efficiency Effects of Bank Mergers and Acquisitions: A Preliminary Look at the 1990s Data, in: *Bank Mergers and Acquisitions*, Amihud, Y. und G. Miller (Hrsg.), Boston, S. 79–111. – Berger, A. (2000): The Integration of the Financial Services Industry: Where are the Efficiencies?, Working Paper, Financial Institutions Center, The Wharton School, Philadelphia, PA. – BNP (1999): Public Offer to Exchange Shares in Paribas for Newly-issued Shares in Banque Nationale de Paris. – BNP Paribas (2000a): Annual Report 1999. – BNP Paribas (2000b): Corporate and Investment Banking, Präsentation für den Investor Day am 29. November 2000, London. – BNP Paribas (2000c): BNP Paribas, Präsentation für den Investor Day am 29. November 2000, London. – BNP Paribas (2001): BNP Paribas in 2000: BNP Paribas again Improves Its Results and Profits, IR News Release, Paris, 7. März 2001. – BNP Paribas (2005): The Group – History, <http://www.bnpparibas.com/en/history/history.htm>, Letzter Abruf: 05.09.2005. – Bruner, R. (2001): Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker, Working Paper, Version 2.3, Oktober 2001, Darden Graduate School of Business, University of Virginia. – Calomiris, C. und Karceski, J. (1998): Is the Bank Merger Wave of the 1990s Efficient? Lessons Learned from Nine Case Studies, The AEI Press, Washington, D.C. – Calomiris, C. (1999): Gauging the Efficiency of Bank Consolidation during a Merger Wave, in: *Journal of Banking and*

Finance, 23, S. 615–621. – Cornett, M. und De, S. (1991): Common Stock Returns in Corporate Takeover Bids: Evidence from Interstate Bank Mergers, in: Journal of Banking and Finance, 15, S. 273–295. – Corporate Money (1999): Euro News – BNP Hits back at Accusers, 14. April 1999. – Crane, D. und Linder, J. (1993): The Strategy of a Merger: Fleet and Bank of New England, Federal Reserve Bank of Chicago, Conference on Bank Structure and Competition, Mai 1993, S. 371–376. – Cybo-Ottone, A. und Murgia, M. (2000): Mergers and Shareholder Wealth in European Banking, in: Journal of Banking and Finance, 24, S. 831–859. – Cyree, K. und DeGennaro, P. (1999): A Generalized Method for Detecting Abnormal Returns and Changes in Systematic Risk, Working Paper, University of Tennessee. – Danzmayr, J., Kirmsse, S. und Wurzer, W. (2001): Fusion der SKWB Schoellerbank – Fusionserfolg durch klare Strategie und straffes Umsetzungsmanagement, in: Mergers & Acquisitions: Konzeption, Instrumentarium, Fallstudien, Girkinger, W. und H. Stiegler (Hrsg.), Linz. – DeLong, G. (2003): Does Long-term Performance of Mergers Match Market Expectations? Evidence from the US Banking Industry, in: Financial Management, Summer 2003, S. 5–25. – Dodd, P. und Officer, R. (1987): Takeovers: The Australian Evidence in Takeovers and Corporate Control: Towards a New Regulatory Environment, The Center for Independent Studies, St. Lucia. – Dow Jones Business News (1998): French Stocks End Higher on U.S. Indicators; CAC Rises 1,3 %, 2. November 1998. – Dow Jones Business News (1999a): France's Societe Generale Will Buy Paribas, Creating Banking Giant, 1. Februar 1999. – Dow Jones Business News (1999b): BNP Defends Surprise Bid for Rivals Paribas, Societe Generale, 10. März 1999. – DowJones Newswires (1999a): Paribas Shares – 2: Societe Generale Shrs Down 4,1 %, 1. Februar 1999. – DowJones Newswires (1999b): Paribas/SocGen – 3: EUR 800M in Synergies from 2001, 1. Februar 1999. – DowJones Newswires (1999c): WRAP: BNP Says Time Right for SBP Merger, Analysts Wary, 10. März 1999. – DowJones Newswires (1999d): French Stks Up Midday, BNP, SocGen Suspended; CAC + 0,2 %, 10. März 1999. – DowJones Newswires (1999e): BNP Chmn/„Not Hostile“ – 2: Pressure from Euro to Merge, 10. März 1999. – DowJones Newswires (1999f): BNP/SBP Merger – 2: To Keep Brand Names Separate, 10. März 1999. – DowJones Newswires (1999g): Nine out of 10 SocGen Branches Close in BNP-Bid Strike, 22. April 1999. – DowJones Newswires (1999h): Trichet/SocGen/Paribas/BNP – 3: Promises Neutrality, 24. Juni 1999. – DowJones Newswires (1999i): France's 3 Feuding Banks Resume Battle, 30. Juni 1999. – DowJones Newswires (1999j): Paribas/BNP Sweetened Offer – 2: Price Target Seen Low, 1. Juli 1999. – DowJones Newswires (1999k): French Bk Battle Still Unpredictable after Mudslinging, 29. Juli 1999. – DowJones Newswires (1999l): BNP to Name Paribas Merger Team; Grp to have 6 Divisions, 1. September 1999. – DowJones Newswires (1999m): BNP Names Paribas Merger Team: Strikes Conciliatory Note, 1. September 1999. – DowJones Newswires (1999n): BNP-Paribas Synergies – 2: To Cut 8 % of Grp's Total Costs, 20. September 1999. – Eberhart, A., Maxwell, W. und Siddique, A. (2004): An Examination of Long-term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R&D Increases, in: Financial Management, Summer 2003, S. 5–25. – ECB (2000): Mergers and Acquisitions Involving the EU Banking Industry – Facts and Implications, Working Paper, Dezember 2000. – ECB (2004): Report on EU Banking Structure, November 2004. – ECB (2005): EU Banking Structures, Oktober 2005. – Eisenhardt, K. (1989): Building Theories from Case Study Research, in: Academy of Management Review, 14,

S. 532–550. – *Eschen, E.* (2002): Der Erfolg von Mergers & Acquisitions, Unternehmenszusammenschlüsse aus der Sicht des ressourcenbasierten Ansatzes, Wiesbaden. – *Fama, E., Fischer, L., Jensen, M. und Roll, R.* (1969): The Adjustment of Stock Prices to New Information, in: *International Economic Review*, 10, S. 1–21. – *Gardener, E. und Molyneux, P.* (1998): The Strategic Implications of EMU for European Banking, in: *The Service Industries Journal*, 18, S. 87–108. – *Gummesson, E.* (2000): *Qualitative Methods in Management Research*, Thousand Oaks. – *Hannan, T. und Wolken, J.* (1989): Returns to Bidders and Targets in the Acquisition Process: Evidence from the Banking Industry, in: *Journal of Financial Services Research*, 3, S. 5–16. – *Houston, J. und Ryngaert, M.* (1994): The Overall Gains from Large Bank Mergers, in: *Journal of Banking and Finance*, 18, S. 1155–1176. – *Ismail, A. und Davidson, I.* (2005): Further Analysis of Mergers and Shareholder Wealth Effects in European Banking, in: *Applied Financial Economics*, 15, S. 13–30. – *Jansen, S.* (2001): Mergers and Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen, Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung, Wiesbaden. – *Jensen, M. und Ruback, R.* (1983): The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, in: *Journal of Financial Economics*, 11, 5–50. – *Johnson, R.* (1993): Bank Mergers and Excess Capacity: A Study of the Operating Performance of Four Multi-Bank Holding Companies, Federal Reserve Bank of New York, Research Paper 9305. – *Kaplan, S., Mitchell, M. und Wruck, K.* (1997): A Clinical Exploration of Value Creation and Destruction in Acquisitions: Organizational Design, Incentives, and Internal Capital Markets, Working Paper, University of Chicago Graduate School of Business, Juli 1997. – *Kerler, P.* (1999): Mergers & Acquisitions und Shareholder Value, Bern u.a. – *Lepetit, L., Patry, S. und Rous, P.* (2002): Diversification versus Specialization: An Event Study of M&As in the European Banking Industry, Working Paper, Mai 2002, University of Limoges. – *Les Echos* (1999): BNP Paribas Set for Legal Integration from January 2000, 12. November 1999. – *Lyon, J., Barber, B. und Tsai, C.* (1999): Improved Methods for Tests of Long-run Abnormal Stock Returns, in: *Journal of Finance*, 54, S. 165–190. – *Madura, J. und Wiant, K.* (1994): Long-term Valuation Effects of Bank Acquisitions, in: *Journal of Banking and Finance*, 18, S. 1135–1154. – *McCoy, J., Frieder, L. und Hedges, R.* (1994): *Bottom Line Banking: Meeting the Challenges for Survival and Success*, Chicago. – *Molyneux, P., Altunbas, Y. und Gardener, E.* (1996): *Efficiency in European Banking*, New York. – *Morgan, Stanley und Wyman, Mercer Oliver* (2005): *European Banking Consolidation: IT Synergies and Basel II Will Drive Cross-border Restructuring*, Research report. – *Peterson, P.* (1989): *Event Studies: A Review of the Issues and Methodologies*, QREB, Sommer 1989. – *Pilloff, S. und Santomero, A.* (1998): The Value Effects of Bank Mergers and Acquisitions, in: *Mergers of Financial Institutions*, Amihud, Y. und G. Miller (Hrsg.), Norwell, MA, S. 59–78. – *Reuters* (1999a): New SG Paribas Investment Bank Faces Struggle, 1. Februar 1999. – *Reuters* (1999b): Focus – Societe Generale and Paribas Form Bank Giant, 1. Februar 1999. – *Reuters* (1999c): SG Paribas Sees No Forced Redundancies, 1. Februar 1999. – *Reuters* (1999d): Chirac Welcomes SocGen-Paribas Merger Plan, 1. Februar 1999. – *Reuters* (1999e): BNP Soars on M&A Talk after SG/Paribas Deal, 1. Februar 1999. – *Reuters* (1999f): SG Paribas an Credit-Lyonnais-Anteil interessiert, 1. Februar 1999. – *Reuters* (1999g): Focus – BNP Launches Shock Bid for Paribas, SocGen, 10. März 1999. – *Reuters* (1999h): BNP-Chef – Verbindung mit SG einzige Möglichkeit, 10.

März 1999. – *Reuters* (1999i): BNP, SocGen und Paribas im Vergleich – Kennzahlen, 10. März 1999. – *Reuters* (1999j): BNP-Chef – BNP kann auch nur Paribas übernehmen, 10. März 1999. – *Reuters* (1999k): Paribas – BNP-Offerte feindlich, 11. März 1999. – *Reuters* (1999l): Details of BNP Bid Approval Procedure, 17. März 1999. – *Reuters* (1999m): Focus – French Bank Battle in Regulators Hands, 14. August 1999. – *Reuters* (1999n): BNP Paribas to Have Six Divisions, 1. September 1999. – *Rhoades*, S. (1994): A Summary of Merger Performance Studies in Banking, 1980–1993, and an Assessment of the „Operating Performance“ and „Event Study“ Methodologies, Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC. – *Rhoades*, S. (1998): The Efficiency Effects of Bank Mergers: An Overview of Case Studies of Nine Mergers, in: *Journal of Banking and Finance*, 22, S. 273–291. – *Roll*, R. (1986): The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, in: *Journal of Business*, 59, S. 197–216. – *Schiereck*, D. und *Strauss*, M. (2000): Zum Ankündigungseffekt großer Bankfusionen, in: *M&A Review*, 11/2000, S. 421–425. – *Siems*, T. (1996): Bank Mergers and Shareholder Wealth: Evidence from 1995s Megamerger Deals, *Financial Industry Studies of the Federal Reserve Bank of Dallas*, S. 1–12. – *Stein*, I. (1992): Motive für international Unternehmensakquisitionen, Wiesbaden. – *The Financial News* (1999): SocGen/Paribas/BNP, 30. März 1999. – *The Times* (1999): SocGen Staff Plan March to Halt Takeover – Societe Generale, 27. August 1999. – *The Wall Street Journal* (1999a): France's Societe Generale, Paribas, BNP End Talks, Renewing Battle, 1. Juli 1999. – *The Wall Street Journal* (1999b): France Puts the Freeze on Stock Battle between Societe Generale, Paribas, BNP, 22. Juni 1999. – *The Wall Street Journal Europe* (1999a): In French Banking War, Choices Abound, 15. Juli 1999. – *The Wall Street Journal Europe* (1999b): BNP Names Paribas Managers to Top Fixed-Income Positions, 28. Oktober 1999. – *Tourani-Rad*, A. und *Van Beek*, L. (1999): Market Valuation of European Bank Mergers, in: *European Management Journal*, 17, S. 532–540. – *Vander Vennet*, R. (1996): The Effect of Mergers and Acquisitions on the Efficiency and Profitability of EC Credit Institutions, in: *Journal of Banking and Finance*, 20, S. 1531–1558. – *Vander Vennet*, R. (2002): Cross-border Mergers in European Banking and Bank Efficiency, Working Paper No. 152, September 2002, Universiteit Gent. – *Yin*, R. (2003): Case Study Research – Design and Methods, 3. Auflage, Thousand Oaks. – *Zieschang*, P. (2000): Akquisition von Asset Management Unternehmen in den USA, Bern u.a.

Zusammenfassung

Wertschaffung durch feindliche M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie? – Das Beispiel BNP und Paribas – (Teil I)

Wird durch M&A-Transaktionen in der europäischen Bankenindustrie Shareholder Value generiert? Vor dem Hintergrund des beschriebenen scheinbaren Widerspruchs zwischen starker und jüngst erneut zunehmender M&A-Tätigkeit in der Bankenindustrie einerseits und der auf Basis der Forschung dokumentierten mangelnden Wertschaffung der Transaktionen (insbesondere für die jeweiligen Käuferbanken) andererseits wird in der Literatur vermehrt auf die Notwendigkeit einer

Kredit und Kapital 3/2007

differenzierteren Individualbetrachtungsweise in Form von Fallstudien (Case Studies) hingewiesen, die über die bisherigen Forschungsansätze hinausgeht und den Spezifika der einzelnen Transaktionen Rechnung trägt. Im Fokus dieses Beitrags steht daher die Analyse der Wertschaffung bzw. Wertvernichtung durch den Zusammenschluss von BNP und Paribas – als einem der wichtigsten nationalen Konsolidierungsschritte in der europäischen Bankenindustrie in den letzten Jahren – mithilfe des Fallstudienansatzes. Ziel ist es, hierbei auf inhaltlicher Ebene die bisher sehr geringe empirische Evidenz in Bezug auf europäische Bankentransaktionen zu ergänzen und zur Auflösung des zuvor genannten scheinbaren Widerspruchs beizutragen. Gleichzeitig soll auf methodischer Ebene die Eignung des Fallstudienansatzes für die Analyse des Erfolgs von Bankentransaktionen betrachtet werden.

Der erste Teil des Beitrags zeigt vor diesem Hintergrund auf Basis eines kritischen Vergleichs des Fallstudienansatzes mit den bisherigen Ansätzen zur Erfolgsmessung von Bankentransaktionen dessen grundsätzliche Eignung für die betrachtete Forschungsfrage und die hieraus folgende Notwendigkeit einer fallstudienbasierten Ergänzung der bisherigen Ergebnisse zum Erfolg von Bankentransaktionen. Im Anschluss daran erfolgt ein Überblick über die im Fokus des Beitrags stehende Transaktion zwischen BNP und Paribas. Hierzu werden zunächst die beiden Transaktionspartner dargestellt und ein Überblick über die relevanten Aspekte der Transaktion gegeben. Der Fokus liegt hierbei auf einer detaillierten Beschreibung des Bieterwettstreits. Danach erfolgt ein Überblick über die Hintergründe der Transaktion (einschließlich der Transaktionsmotive und der von BNP verfolgten M&A-Strategie) sowie eine Darstellung des mit großem Nachdruck vorangetriebenen Integrationsprozesses. Diese Ausführungen bilden die Grundlage für die Analyse der Wertschaffung und die Ableitung der Erfolgsfaktoren der Transaktion, die im Teil II dieses Beitrags erfolgen wird. (JEL G14, G21, G34)

Summary

Value Generation through M&A Transactions in the European Banking Industry? – The BNP and Paribas Example – (Part I)

Do M&A transactions in the European banking industry generate shareholder value? Against the background of the described contradiction apparently existing – on the one hand – between strong M&A activities, on the increase again in the banking industry of late, and the lack of value generation through M&A transactions as documented on the basis of research (especially for the respective buying banks) on the other, the academic literature has increasingly drawn attention to the need for proceeding in a more differentiated individualised manner by using case studies extending beyond previous research approaches and taking account of the special characteristics of anyone transaction. This article, using the case study approach, therefore focuses on the analysis of value generation and, respectively, value destruction as a result of the amalgamation of BNP and Parisbas which represents one of the most important national consolidation steps in the European banking industry in recent years. The aim has been to complement in

contentual terms the empirical evidence for European M&A transactions in the banking industry, extremely limited in scope so far, and to help eliminate thereby the aforementioned apparent contradiction. A parallel objective has been to analyse in methodical terms whether the case study approach is appropriate for evaluating the success of M&A transactions in the banking industry.

Against this background, the first part of this article demonstrates on the basis of a critical comparison of the case study approach with different previously applied approaches to measuring the success of M&A transactions in the banking industry that case studies are appropriate, as a matter of principle, for analysing this research issue and justify the existence of a need to complement on a case study basis the results thus far obtained for the success of M&A transactions in the banking industry. This is followed by an overview of the main topic of this article, i.e. the M&A transaction between BNP and Paribas. To this end, the two partners to the transaction have been described and an overview of the relevant aspects of the transaction been given. Here, the focus is on details regarding the competitive bidding process. Next are an overview of the background conditions of the transaction (including the transaction motives and BNP's M&A strategy) as well as a presentation of the energetically pushed integration process. These explanations form the bases of the analysis of value generation and of the success factors of the transaction to be deduced that will be the subject of part II of this article.