

# Erfolgsfaktoren bei Mergers and Acquisitions - Warum schaffen Portfoliomaster mehr Value Added? (erweiterte Version)\*

Georg Keienburg<sup>a,+</sup>, Jens Kengelbach<sup>b,+</sup>, Oliver Mehring<sup>c,++</sup> und Sönke Sievers<sup>d,++</sup>

<sup>+</sup>Boston Consulting Group  
<sup>++</sup>Universität Paderborn

Aktuelle Version: 2. November 2018

## Abstract

Unternehmen, die regelmäßig ihr Geschäftsfeldportfolio durch aktives M&A-Geschäft in Form von Verkäufen und Käufen steuern, erzielen deutlich bessere Ein- und Zweijahresrenditen für Aktionäre als alternative M&A-Strategien. Ursächlich hierfür ist u.a., dass die bekannten Effekte in Form von Abschlägen für z.B. diversifizierende Transaktionen oder Stock-Deals deutlich geringer ausfallen als bei Vergleichsgruppen wie z.B. One-Time-Deal Unternehmen.

Dieser Beitrag analysiert die Gründe für den Erfolg von Portfoliomastern, Unternehmen die mehr als vier Deals in fünf Jahren durchführen. Durch ein professionalisiertes M&A-Management grenzen sie sich positiv in ihrer mittel- und langfristigen Renditeentwicklung gegenüber Strategic-Shiftern (zwei bis vier Deals) und One-Timern ab. Ihr Erfolg beruht darauf sowohl bei diversifizierenden als auch Stock-Deals bekannte übliche Performanceabschläge zu vermeiden und auch in volatilen Marktphasen wertschaffende Deals umzusetzen.

**Stichworte:** M&A, Erfolgsfaktoren, Transaktionsanzahl, Diversifizierung, Volatilität, Cash-Deals, Stock-Deals, Portfoliomaster

---

\* Dieser Artikel wurde in der Zeitschrift Corporate Finance (2016, Nr. 9, S. 283-290) veröffentlicht. Die erweiterte Version umfasst im Vergleich zur dieser Version die Tabellen 1, 2, 4 und 5.

<sup>a</sup> Principal im Kölner Büro der BCG.

<sup>b</sup> Partner und Managing Director im Münchner Büro der BCG. Er ist Global Head of M&A und führt das BCG Transaction Center.

<sup>c</sup> Wissenschaftlicher Mitarbeiter an der Professur Internationale Rechnungslegung an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Universität Paderborn.

<sup>d</sup> Inhaber der Professur für Internationale Rechnungslegung an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Universität Paderborn.

## 1 Einleitung

Unternehmen, die eine sehr bewusste Steuerung ihrer Geschäftsbereiche durch den Kauf- bzw. Verkauf von Unternehmen bzw. Unternehmensteilen vornehmen, erzielen langfristig mehr Rendite für ihre Aktionäre als andere Unternehmen (Kengelbach et al., 2016). Diese als „**Portfoliomaster**“ bezeichneten Unternehmen führen in einem Zeitraum von fünf Jahren mindestens fünf Unternehmenskäufe oder -verkäufe mit einem Transaktionsvolumen von mindestens 25 Mio. USD pro Transaktion durch und erwerben bzw. verkaufen mindestens 75% der Stimmrechte. Sie grenzen sich somit von sog. „**Strategic-Shiftern**“ (zwischen zwei und vier Transaktionen in fünf Jahren) und „**One-Timern**“ (eine Transaktion in fünf Jahren) ab.

In diesem Beitrag werden ergänzende univariate und neue multivariate Analysen hinsichtlich potenzieller Ursachen für den Erfolg der Portfoliomaster vor dem Hintergrund der in der Praxis und Wissenschaft bekannten Einflussfaktoren auf den Ausgang von M&A-Transaktionen diskutiert und empirisch untersucht. Im Detail wird untersucht, ob und wie die drei genannten Gruppen sich hinsichtlich:

1. diversifizierender vs. fokussierender Transaktionen,
2. Transaktionsverhalten in verschiedenen Marktphasen,
3. Charakteristika der Zielunternehmen (z.B. private vs. börsennotierte Unternehmen) sowie
4. der Strukturierung der Deals (z.B. Barzahlung vs. Bezahlung mit Aktien) unterscheiden.

Die Ergebnisse sind wie folgt: Während der Kapitalmarkt Portfoliomastern nur eine mäßige M&A-Performance, gemessen als abnormale Rendite, bei Transaktionsankündigung zutraut, schafft diese Gruppe mittel- und langfristig, gemessen als *relative total shareholder return*, wesentlich mehr Wert als Unternehmen, die wenige oder selten Transaktionen durchführen. Dies lässt sich auf Basis unserer Analysen wie folgt erklären:

1. Portfoliomaster sind auch bei diversifizierenden Transaktionen eher in der Lage, solche zu tätigen, die nicht den bekannten Konglomeratsabschlag nach sich ziehen.
2. Zusätzlich gelingt es Portfoliomastern auch in unruhigen Marktphasen, wertschaffende Transaktionen durchzuführen.
3. Portfoliomaster verkaufen oder kaufen mehr Tochterunternehmen und sind etwas zurückhaltender bei Transaktionen mit börsennotierten Unternehmen, sodass auch dies zur besonders guten Renditeentwicklung beiträgt.
4. Transaktionen von Portfoliomastern sind bei Bezahlung mit Aktien als Transaktionswährung bei weitem weniger stark performancebelastet als bei Strategic-Shiftern sowie One-Timern.

Diese Ergebnisse legen die Vermutung nahe, dass Portfoliomaster von einer Professionalisierung ihrer M&A Strategie und relevanter Prozesse und Organisationseinheiten stark profitieren und der Kapitalmarkt dies langfristig entsprechend honoriert.

Der nachfolgende Abschnitt 2 beinhaltet knapp die Grundlagen der Erfolgsmessung bei M&A-Transaktionen. Abschnitt 3 fasst bestehende Erkenntnisse hinsichtlich professionalisierter Unternehmenskäufer (sog.

Serienkäufer) zusammen, während Abschnitt 4 Erkenntnisse bezüglich Desinvestitionen beleuchtet. Abschnitt 5 fügt diese Erkenntnisse zusammen und enthält die Hypothesen, während Abschnitt 6 die Hauptergebnisse darstellt. Der Beitrag schließt in Abschnitt 7 mit einer Zusammenfassung.

## 2 Messung des Transaktionserfolgs

### 2.1 Messung des kurzfristigen Erfolgs

Der kurzfristige Erfolg einer Unternehmenstransaktion wird in diesem Artikel mit der etablierten Standard-Event-Study-Methodik gemessen (Fama et al., 1969 oder auch Campbell/Lo/MacKinlay, 1996). Dazu wird die abnormale Rendite berechnet, um die kurzfristige Einschätzung des Kapitalmarktes abbilden zu können. Die abnormale Rendite ( $AR_{it}$ ) ist wie folgt definiert:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}).$$

Sie misst die Differenz zwischen der tatsächlich realisierten Rendite  $R_{it}$  und der Rendite  $E(R_{it})$ , welche vor dem Event erwartet wurde (Kothari/Warner, 2007). Die erwartete Rendite  $E(R_{it})$  wird anhand bestehender Modelle wie z.B. dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) geschätzt (Vgl. zum CAPM Lintner, 1965; Sharpe, 1964). Unter Verwendung des CAPM kann die abnormale Rendite an einem Tag wie folgt dargestellt werden:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}).$$

Die Parameter Alpha und Beta werden dabei mittels OLS-Regression geschätzt (Campbell/Lo/MacKinlay, 1996). Zur Schätzung werden die Daten von 180 Handelstagen bis zu einem Zeitpunkt von 20 Tagen vor Ankündigung der Transaktion berechnet.  $R_{mt}$  spiegelt den Industriesektor-Index wieder (Kengelbach/Jostarndt, 2014). Bezogen auf eine Unternehmenstransaktion kann eine „abnormale“ Rendite beobachtet werden, wenn die zeitliche Aggregation der abnormalen Renditen (-3/+3 Tage vor bzw. nach Bekanntgabe der Transaktion) verschieden von Null ist. Diese zeitliche Aggregation wird als *Cumulative Abnormal Return* (CAR) bezeichnet (Kothari/Warner, 2007).

$$CAR_t = \sum_{t=-3}^3 (R_{it} - E(R_{it})).$$

Somit kann eine positive bzw. negative Abweichung von der erwarteten Rendite als Wertzuwachs bzw. -verlust interpretiert werden.

### 2.2 Messung des langfristigen Erfolgs

Während die kurzfristige Auswirkung der Bekanntgabe einer Transaktion auf den Aktienkurs somit gut bestimmbar ist, interessiert in der Unternehmenspraxis insbesondere die langfristige, d.h. die ein- und zweijährige Auswirkung auf den Shareholder Value (Gell et al., 2010). Um den Langzeit-Erfolg einer Unternehmenstransaktion zu messen, werden hier die Konzepte des *total shareholder return* (TSR) bzw. des *relative total shareholder returns* (RTSR) herangezogen. Der TSR ist eine *buy-and-*

hold Rendite und wird wie folgt berechnet:<sup>1</sup>

$$TSR_t = \frac{\text{Aktienkurs}_t + \text{Dividende pro Aktie}_t}{\text{Aktienkurs}_{t-1}} - 1.$$

Der ein- oder mehrjährige TSR erlaubt einen Vergleich zwischen Portfoliomastern, Strategic-Shiftern und One-Timern. Entscheidender Nachteil dieser unternehmensbezogenen Kennzahl ist, dass eine Betrachtung relativ zu einer Vergleichsgruppe fehlt. Somit wird neben dem CAR für den kurzfristigen Erfolg auf den sog. RTSR abgestellt. Der RTSR mindert den o.g. Nachteil, in dem der zuvor beschriebene TSR ins Verhältnis zu einem Benchmark TSR gesetzt wird. Daraus wird ersichtlich, ob ein Unternehmen im Vergleich zur jeweiligen Industrie, eine höhere bzw. niedrigere Rendite als diese Vergleichsgruppe erzielt hat. Der RTSR wird wie folgt berechnet:

$$RTSR_i = \frac{TSR_i}{TSR_{index}} - 1.$$

Die Maße CAR und RTSR werden bei den Analysen in Abschnitt 6 die zentralen Ergebnisgrößen sein.

### 3 Einflussfaktoren auf den Unternehmenserfolg von (Serien-)käufern

In Wissenschaft und Praxis wurde die Performance von sog. Serienkäufern bereits ausführlich untersucht (Vgl. z.B. [Fischer/Meyer, 2014](#) oder [Samanta/Koller, 2015](#). Zur allgemeinen Thematik der Erfolgsfaktoren siehe z.B. [Meyer, 2011](#)). In diesem Abschnitt soll daher eine kurze Übersicht über einige Erkenntnisse gegeben werden. [Fuller/Netter/Stegemoller \(2002\)](#) untersuchen die Ankündigungseffekte anhand des CAR auf den Aktienkurs der Serienkäufer (Unternehmen, die innerhalb von drei Jahren im Zeitraum von 1990-2000 mehr als fünf gelistete, privat geführte oder Tochterunternehmen akquirieren). Dabei zeigen sie, dass bei der Akquisition von privat geführten Unternehmen oder Tochterunternehmen die Aktionäre des kaufenden Unternehmens gewinnen. Beim Kauf von gelisteten Unternehmen hingegen wird Shareholder Value vernichtet. Dieses Resultat wird auch in Publikationen der Unternehmenspraxis gezeigt ([Kengelbach/Klemmer/Roos, 2013](#)). Zur Begründung dieses Resultats argumentieren die Autoren wie folgt: Durch den Kauf von privat geführten bzw. Tochterunternehmen werden i.d.R. Aktien auf einem illiquiden Markt gekauft. Daher werden diese Unternehmen mit einem sog. „Liquidity-Discount“ bewertet, welcher wiederum zu höheren Renditen auf der Käuferseite führt ([Fuller/Netter/Stegemoller, 2002](#)). Ein Vergleich von Serien- zu Einmalkäufern wird auch in der Studie von [Kengelbach et al. \(2012\)](#) betrachtet. Die Ergebnisse zeigen, dass Serienkäufer bei kleineren Deals bzw. der Übernahme von Krisenunternehmen höhere CARs erzielen. Die Autoren merken an, dass der Lernprozess bei M&A-Transaktionen sehr komplex ist und es nicht ausreichend ist, nur viele Transaktionen durchzuführen ([Kengelbach et al., 2012](#). Zum Themenkomplex der benötigten Kompetenzen von M&A-Abteilungen siehe [Ladic, 2012](#)). Diesen Gedankengang greifen auch [Aktas/De Bodt/Roll \(2013\)](#) auf, indem sie eine Analogie zum sportlichen Training herstellen: Wiederholungen sind ein wichtiger Bestandteil eines jeden Trainings, aber zu viele Wiederholungen können auch Schaden

<sup>1</sup> Zum TSR siehe [Koller/Goedhart/Wessels \(2015\)](#) sowie [Kengelbach/Link/Roos \(2010\)](#). Die Thematik der Erfolgsmessung bei M&A-Transaktionen wird u.a. von [Loy/Stammel \(2016\)](#) aufgegriffen.

verursachen. [Aktas/De Bodt/Roll \(2013\)](#) untersuchen den Lerneffekt anhand der Differenz von aufeinanderfolgenden Transaktionen. Damit durch eine Vielzahl von Transaktionen Wert generiert wird, muss der Vorteil aus diesen Transaktionen größer sein als die damit verbundenen Integrationskosten. Aufgrund einer Vielzahl von Transaktionen wird i.d.R. die Größe eines Unternehmens erhöht und evtl. auch der Diversifikationsgrad, sodass die Integrationskosten den Lerneffekt übersteigen. Da die durchschnittliche Differenz mit zunehmender Anzahl der Transaktionen sinkt, spricht dies für den Lerneffekt, der beim Kauf von ähnlichen Unternehmen stark ausgeprägt ist ([Aktas/De Bodt/Roll, 2013](#)). Neben Lerneffekten wurden in der Literatur insbesondere auch die Auswirkungen der makroökonomischen Entwicklung auf das Transaktionsverhalten (Merger-Wave-Entwicklung) sowie der Strukturierung der Transaktionsabwicklung (z.B. Cash- vs. Stock-Deals) intensiv untersucht. Beide Effekte (Marktphase und Strukturierung) sind gemeinsam zu betrachten, da erhöhtes Kauf- und Verkaufsverhalten insbesondere durch Fehlbewertungen am Aktienmarkt ausgelöst werden.<sup>2</sup> In diesem Kontext haben [Rhodes-Kropf/Robinson/Viswanathan \(2005\)](#) gezeigt, dass Bar-Übernahmen relativ zu Aktienübernahmen unterbewertet sind und Käuferunternehmen, die bar zahlen, weniger stark überbewertet sind als Firmen, die mit Aktien akquirieren. Dieser Punkt wird im weiteren Verlauf des Beitrags als effizientes Ausnutzen der Bezahlstruktur bezeichnet.

## 4 Einflussfaktoren auf den Unternehmenserfolg von Desinvestitionen

In der Literatur und Unternehmenspraxis werden häufig die folgenden Gründe für eine Desinvestition genannt (Vgl. [Meyer, 2011](#) sowie [Kengelbach/Roos/Keienburg, 2014](#); [Schlingemann/Stulz/Walking, 2002](#)):

1. Fokussierung auf das Kerngeschäft
2. Generierung von Cash
3. Erhöhung der operationellen Performance

Neben diesen Gründen untersuchen [Schlingemann/Stulz/Walking \(2002\)](#) die Liquidität des Marktes als möglichen Grund für die Veräußerung eines Geschäftssegments. Die Autoren schätzen die Wahrscheinlichkeit der Veräußerung eines Geschäftsbereichs und zeigen, dass die Liquidität der jeweiligen Industrie, in der sich das zu veräußernde Segment befindet, zur Erklärung beiträgt, welches Segment veräußert wird. In dem jährlichen M&A-Report der Boston Consulting Group wurde 2013 das Thema Desinvestitionen aufgegriffen. In diesem Report findet eine genauere Betrachtung von unterschiedlichen Arten der Desinvestition (Spin-offs, Trade-Sales und Carve-outs) statt. Es wird gezeigt, dass im Mittel alle Typen einen positiven CAR erzielen, jedoch die Spin-offs den höchsten CAR aufweisen. Dieses Ergebnis ist auch in einer Studie von [Prezas/Simonyan \(2015\)](#) zu finden, die neben dem CAR auch Verfahren zur Messung des Langzeiteffekts von Desinvestitionen anwenden. Die Autoren verwenden eine *buy-and-hold*-Rendite über einen Zeitraum von ein, zwei und drei Jahren nach der Bekanntgabe der Desinvestition ([Prezas/Simonyan, 2015](#)). Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass Trade-Sales in

<sup>2</sup> Für eine genauere Betrachtung der zeitlichen Optimierung von M&A-Entscheidungen in Deutschland siehe z.B. [Eisenbarth/Meckl \(2013\)](#).

der Langzeitbetrachtung höhere abnormale Rendite generieren als Spin-offs (Prezas/Simonyan, 2015). Dadurch wird deutlich, dass es entscheidend ist, sowohl kurz- als auch langfristige Renditeeffekte zu unterscheiden, da hier ein gegenläufiges Verhalten beobachtbar ist. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass es entscheidend ist, die Besonderheiten von unterschiedlichen Industrie- und somit Liquiditätseinflüssen sowie insbesondere auch die langfristigen Renditeeffekte von M&A-Transaktionen im Rahmen der später durchgeführten multivariaten Untersuchung zu beachten.

## 5 Einflussfaktoren auf die langfristige Performance von Portfoliomastern

Um die Thematiken der beiden zuvor diskutierten Abschnitte zusammen zu führen, werden im Folgenden die Portfoliomaster in den Mittelpunkt der Betrachtung gestellt, die sich -wie bereits in der Einleitung definiert- über die Anzahl der Transaktionen von den Strategic-Shiftern und One-Timern abgrenzen.<sup>3</sup> Gegeben, dass univariate Variation in den ein- und zwei-jährigen Renditen zwischen den drei Gruppen vorhanden ist (siehe Abb. 1), wird sich zeigen, ob diese Ergebnisse auch in einem multivariaten Kontext mittels linearer Regression bestätigt werden können. Zunächst werden jedoch nachfolgend Hypothesen formuliert, die univariat überprüft und dann in dem multivariaten Kontext getestet werden. Aus der o.g. literaturgestützten Darstellung ergeben sich die folgenden Hypothesen<sup>4</sup>:

H1: Portfoliomaster können aufgrund eines besseren Deal-Screenings sowie professioneller Post-Merger-Integration auch bei diversifizierenden statt fokussierenden Transaktionen langfristig eine höhere Performance erzielen als c.p. die beiden anderen Gruppen.

H2: Portfoliomaster nutzen Marktphasen in Form hoher Volatilitäten bewusster als Strategic-Shifter und One-Timer und erzielen somit langfristig höhere Renditen mit ihren Transaktionen als die anderen beiden Gruppen.

H3: Portfoliomaster führen mehr Transaktionen von privat geführten und Tochterunternehmen durch als von börsennotierten Unternehmen (relativ zu den beiden anderen Gruppen), und diese sind c.p. mit höheren Renditen assoziiert.

H4: Portfoliomaster nutzen die Bezahlungsstruktur effizienter und erzielen somit langfristig eine höhere Rendite mit ihren Transaktionen als die beiden anderen Gruppen.

## 6 Forschungsdesign und Datengrundlage

Ein Portfoliomaster tätigt in einem Zeitraum von fünf Jahren mindestens fünf Kauf- und/oder Verkaufs-Transaktionen. Um neben den kurzfristigen Effekten auch eine Betrachtung des langfristigen Erfolgs zuzulassen, werden jeweils fünf Jahre in einem fest definierten Zeitraum betrachtet. In der aktuellen Untersuchung wird daher der Zeitraum von 1991 - 2015 in fünf 5-Jahres-Perioden eingeteilt. Neben den Portfoliomastern existiert die Gruppe der sog. Strategic-Shifter (zwei bis einschließlich vier Transaktionen) und die sog. One-Timer. Die Daten zu den einzelnen Transaktionen stammen aus Thomson One Banker. Weitere Unternehmenscharakteristika (wie z.B. Marktwert, Verschuldung, Aktienrendi-

<sup>3</sup> Die Anzahl der hier betrachteten Transaktionen weicht von der Gesamtzahl der von den Unternehmen durchgeführten M&A-Transaktionen u.a. wegen des geforderten Minimum-Transaktionsvolumen i.H.v. 25 Mio. USD ab.

<sup>4</sup> Die Hypothesen werden als gerichtete Alternativhypothesen dargestellt.

te) wurden Datastream/Worldscope entnommen. Das Sample umfasst insgesamt 39.192 Kauf- und 15.381 Verkaufstransaktionen.<sup>5</sup> Ein Portfoliomaster führt im Durchschnitt von 1991 - 2015 in einem Zeitraum von fünf Jahren fünf Akquisitionen und zwei Desinvestitionen, ein Strategic-Shifter zwei Akquisitionen und eine Desinvestition durch. Im weiteren Verlauf werden die Durchschnittswerte über die fünf 5-Jahres Perioden betrachtet. Der Fokus liegt auf der längerfristigen Wertsteigerung, sodass in Abb. 1 der RTSR für ein Jahr (RTSR 1y) und für zwei Jahre (RTSR 2y) gegenübergestellt wird (Kengelbach et al., 2016).

[Abb. 1 ungefähr hier einfügen]

Die Renditen der drei Gruppen werden hinsichtlich Diversifizierung vs. Refokussierung (Hypothese 1), Transaktionen in verschiedenen Marktphasen (Hypothese 2), Status des Zielunternehmens (Hypothese 3) und der Transaktionsstruktur (Hypothese 4) analysiert.

## 6.1 Diversifizierung vs. Refokussierung

In der bestehenden M&A-Literatur wird bei der Unterscheidung zwischen Diversifizierung und Refokussierung von einem sogenannten „Diversification-Discount“ gesprochen. Dies bedeutet, dass diversifizierte Unternehmen am Markt mit einem Abschlag gegenüber Unternehmen bewertet werden, die sich durch Transaktionen auf ihr Kerngeschäft fokussieren.<sup>6</sup> Der Diversifizierungs-Abschlag stellt sich gem. Abb. 2 anhand der mittelfristigen (RTSR 1y) bzw. langfristigen Betrachtung (RTSR 2y) ein. Eine detaillierte Betrachtung zeigt, dass die Diversifizierung langfristig bei den Portfoliomastern nicht signifikant bestraft wird, bei den One-Timern hingegen schon. Der RTSR 2y beträgt in dieser Gruppe bei einer fokussierenden Transaktion 0,40% und bei einer diversifizierenden Transaktion -2,63%.<sup>7</sup> In Summe lässt sich festhalten, dass diese Ergebnisse Hypothese 1 stützen.

[Abb. 2 ungefähr hier einfügen]

## 6.2 Transaktionen in verschiedenen Marktsituationen

Um einen genaueren Blick auf die Transaktionen zu werfen, werden in Abb. 3 die RTSR 1y in vier verschiedenen Marktsituationen betrachtet. Auffällig ist, dass die Portfoliomaster besonders in den beiden Quadranten der hohen Volatilität (7,8% bei hohem Wachstum bzw. 1,0% bei niedrigem Wachstum) eine deutlich höhere Rendite erzielen als die One-Timer (-0,4% bei hohem Wachstum bzw. +0,5% bei niedrigem Wachstum). Dies unterstützt Hypothese 2. Darüber hinaus ist jedoch interessant, dass die One-Timer mehr wertschaffende Transaktionen in Phasen geringer Volatilität durchführen als die Portfoliomaster. Hier werden die späteren multivariaten Regressionsanalysen zeigen, wie sich in der Gesamtschau alle vier Hypothesen zusammen auswirken.

[Abb. 3 ungefähr hier einfügen]

<sup>5</sup> Die Anzahl der Beobachtungen innerhalb der einzelnen Analysen weicht zum Teil von dieser Anzahl ab. Dies liegt an der Datenverfügbarkeit der benötigten Variablen.

<sup>6</sup> Vgl. z.B. empirische Befunde von Berger/Ofek (1995) oder Lang/Stulz (1994).

<sup>7</sup> Zu den Ergebnissen über alle Gruppen siehe auch Kengelbach/Klemmer/Schwetzler (2011).

### 6.3 Betrachtung der akquirierten Zielunternehmen

In Abb. 4 wird die prozentuale Verteilung nach Status der Zielunternehmen gegenübergestellt. Portfoliomaster tätigen deutlich mehr Transaktionen bei Tochterunternehmen (Subsidiary) und weniger Transaktionen bei gelisteten Unternehmen (Public) als Strategic-Shifter sowie One-Timer. Aus der o.g. Literatur ist bekannt, dass bei Deals mit Tochterunternehmen c.p. höhere Renditen als bei gelisteten Unternehmen zu erwarten sind. Dies ist eine weitere Ursache für die besonders gute Rendite von Portfoliomastern. Hypothese 3 wird somit ebenfalls unterstützt.

[Abb. 4 ungefähr hier einfügen]

### 6.4 Cash- vs. Stock-Deals

Wie bereits erläutert sollten sich Cash- und Stock-Deals signifikant hinsichtlich ihrer langfristigen Renditeerwartung aufgrund der in Abschnitt 3 angesprochenen relativen Unterbewertung von Bar-Übernahmen im Vergleich zu Aktienübernahmen unterscheiden (Rhodes-Kropf/Robinson/Viswanathan, 2005). In Abb. 5 wird sowohl die mittelfristige Wertschaffung (RTSR 1y) als auch die langfristige Wertschaffung (RTSR 2y) von Cash- und Stock-Deals verglichen. Die Ergebnisse von Rhodes-Kropf/Robinson/Viswanathan (2005) können dahingehend bestätigt werden, dass Cash-Deals (3,9%) im Vergleich zu Stock-Deals (2,6%) mittelfristig mehr Wert schaffen. Über einen Zeitraum von zwei Jahren wird dieses Ergebnis noch deutlicher.

[Abb. 5 ungefähr hier einfügen]

Eine Detailanalyse der drei Gruppen zeigt, dass Portfoliomaster auf der Käuferseite (60,28%) im Vergleich zu den Strategic-Shiftern (57,28%) und den One-Timern (45,50%) die prozentual meisten Cash-Deals durchführen. Hierin liegt ein weiterer Grund, warum die Portfoliomaster einen höheren RTSR als die Strategic-Shifter und die One-Timer aufweisen. Abb. 6 zeigt, dass die Portfoliomaster den geringsten Abschlag bei den Stock-Deals gegenüber Cash-Deals hinnehmen müssen. Ein Vergleich zwischen den Gruppen in Abb. 7 ergibt, dass diese Effekte im Wesentlichen auch statistisch signifikant unterschiedlich sind. Zusammenfassend ergibt sich somit eine deutliche Unterstützung für Hypothese 4.

[Abb. 6 ungefähr hier einfügen]

[Abb. 7 ungefähr hier einfügen]

### 6.5 Multivariate Betrachtung

In diesem Abschnitt werden die univariaten Ergebnisse multivariat überprüft. Daher werden die Koeffizienten der folgenden OLS-Regression geschätzt:

$$\begin{aligned}
 rtsr_{1,i} = & \alpha + \beta_1 sts_i + \beta_2 ot_i + \beta_3 publ_i + \beta_4 sub_i + \beta_5 combo_i + \beta_6 other_i + \beta_7 stock_i + \beta_8 divers_i \\
 & + \beta_9 hghv_i + \beta_{10} lghv_i + \beta_{11} lghv + Controls_i.
 \end{aligned} \tag{1}$$



Dabei stellen *sts* und *ot* Dummy-Variablen für die Strategic-Shifter bzw. One-Timer dar. Die Variablen *publ* und *sub* bilden den Status des Zielunternehmens ab. Es kann sich bei dem Zielunternehmen um ein privates, gelistetes (*publ*) oder Tochterunternehmen (*sub*) handeln. Werden beide Dummy-Variablen *publ* und *sub* gleich Null gesetzt, wird ein privates Unternehmen betrachtet. Um die Transaktionsstruktur abzubilden, werden die Dummy-Variablen *combo*, *other* und *stock* eingeführt. Von diesen wird eine gleich Eins gesetzt, wenn die jeweilige Beobachtung die entsprechende Transaktionsstruktur aufweist bzw. diese drei Variablen werden gleich Null gesetzt, wenn es sich um einen Cash-Deal handelt. Die Variable *divers* wird gleich Eins gesetzt, wenn es sich um eine diversifizierende Transaktion handelt. Eine Buyside-Transaktion wird als diversifizierend bezeichnet, wenn der zweistellige SIC des Zielunternehmens ungleich den von Datastream bereitgestellten zweistelligen SICs des kaufenden Unternehmens ist. Bei einer Sellside-Transaktion wird der zweistellige SIC-Code des Kerngeschäfts betrachtet. Die weiteren Dummy-Variablen *ghv* (High Growth – High Volatility), *glv* (Low Growth – Low Volatility) und *lghv* (Low Growth – High Volatility) bilden die Marktphasen ab. Zusätzlich werden als Kontrollvariablen der Tagesschlussstand des VIX (*vix*), Return on Equity je Firma (*roe*), Verschuldung je Firma (*lev*) und Logarithmus der Total Assets je Firma (*log(ta)*) berücksichtigt sowie Jahres- (Zeit-) und Industrie-Fixed-Effects eingeführt. Die Ergebnisse der Schätzung können Tab. 1 entnommen werden.

[Tab. 1 ungefähr hier einfügen]

Die Regression weist ein adjustiertes  $R^2$  von 3,45% auf. Gemäß F-Test wird die Hypothese, dass alle Koeffizienten gleich Null sind, auf dem 1%-Niveau abgelehnt. Nachfolgend wird auf die Ergebnisse der Schätzung eingegangen, welche sowohl Zeit- als auch Industrie-Fixed-Effects berücksichtigt (Modell 3). Der RTSR 1y beträgt für Portfoliomaster 5,31%. Wenn, c.p., ein Deal von einem Strategic-Shifter durchgeführt wird, führt dies zu einem signifikanten Abschlag von 1,56 Prozentpunkten (*sts*) auf den RTSR 1y, dieser beträgt somit 3,75%. Vergleicht man den One-Timer mit dem Portfoliomaster, beträgt dieser Abschlag 3,27 Prozentpunkte (*ot*), welcher zu einem RTSR 1y von 2,04% führt. Ebenfalls zeigen die Ergebnisse, dass die Transaktionsstruktur einen Einfluss auf den RTSR 1y hat. Stock-Deals (*stock*) führen im Vergleich zu Cash-Deals zu einem Abschlag von 1,72 Prozentpunkten. Eine Kombination aus Cash- und Aktienüberahme (*combo*) führt zu einem Abschlag i.H.v. 1,61 Prozentpunkten im Vergleich zu einem Cash-Deal. Wird der Status des Zielunternehmens betrachtet zeigt sich, dass bei Transaktionen mit Tochterunternehmen ein um 2,01 Prozentpunkte höherer RTSR 1y im Vergleich zu einem privaten Unternehmen erzielt wird. Anhand der Variable *divers* kann der angesprochene „Diversification-Discount“ beobachtet werden. Dieser Abschlag beträgt 0,69 Prozentpunkte. Mit Bezug auf die Marktphasen kann den Ergebnissen entnommen werden, dass die Phase hohes Wachstum – hohe Volatilität zu einem signifikanten Aufschlag i.H.v. 3,72 Prozentpunkten auf den RTSR 1y führt. Um direkt die vier Hypothesen zu testen, werden nachfolgend in Tab. 2 die marginalen Effekte der Strategic-Shifter und One-Timer im Vergleich zu den Portfoliomastern hinsichtlich der untersuchten Einflussfaktoren 1. Diversifizierung, 2. Marktphase, 3. Status des Zielunternehmens und 4. Transaktionsstruktur dargestellt. Diese basieren auf der Schätzung der folgenden Regression, welche wiederum

Jahres- (Zeit-) und Industrie-Fixed-Effects berücksichtigt:

$$\begin{aligned}
rtsr_{1,i} = & \alpha + \beta_1 sts_i + \beta_2 ot_i + \beta_3 pm_i * publ_i + \beta_4 pm_i * sub_i + \beta_5 sts_i * publ_i + \beta_6 sts_i * sub_i \\
& + \beta_7 ot_i * publ_i + \beta_8 ot_i * sub_i + \beta_9 pm_i * combo_i + \beta_{10} pm_i * other_i + \beta_{11} pm_i * stock_i \\
& + \beta_{12} sts_i * combo_i + \beta_{13} sts_i * other_i + \beta_{14} sts_i * stock_i + \beta_{15} ot_i * combo_i \\
& + \beta_{16} ot_i * other_i + \beta_{17} ot_i * stock_i + \beta_{18} pm_i * divers_i + \beta_{19} sts_i * divers_i \\
& + \beta_{20} ot_i * divers_i + \beta_{21} pm_i * hghv_i + \beta_{22} pm_i * lglv_i + \beta_{23} pm_i * lghv_i + \beta_{24} sts_i * hghv_i \\
& + \beta_{25} sts_i * lglv_i + \beta_{26} sts_i * lghv_i + \beta_{27} ot_i * hghv_i + \beta_{28} ot_i * lglv_i + \beta_{29} ot_i * lghv_i \\
& + Controls_i.
\end{aligned} \tag{2}$$

[Tab. 2 ungefähr hier einfügen]

Die Regression weist ein adjustiertes  $R^2$  von 3,63% auf. Gem. F-Test wird die Hypothese, dass alle Koeffizienten gleich Null sind, auf dem 1%-Niveau abgelehnt. Im Folgenden werden die marginalen Effekte dieser Schätzung diskutiert (siehe Tab. 3). Wie bereits in Abschnitt 6.1 univariat gezeigt, fällt der „Diversification-Discount“ sowohl bei den Strategic-Shiftern (3,27 Prozentpunkte) als auch bei den One-Timern (3,80 Prozentpunkte) höher als bei den Portfoliomastern aus. Somit wird Hypothese 1 klar unterstützt. Werden die Marktphasen betrachtet, ist ersichtlich, dass Portfoliomaster in den Marktphasen High Growth - Low Vola und High Growth - High Vola einen signifikant höheren RTSR 1y als Strategic-Shifter und One-Timer erzielen. Dagegen erzielen One-Timer einen um 2,21 Prozentpunkte höheren RTSR 1y in der Marktphase Low Growth – Low Vola im Vergleich zu Portfoliomastern. Hypothese 2 kann somit ebenfalls unterstützt werden. Auch Hypothese 3 wird unterstützt. Strategic-Shifter erleiden im Vergleich zu Portfoliomastern bei der Transaktion mit privaten Unternehmen einen Abschlag von 2,87 Prozentpunkten. Auch bei börsennotierten Unternehmen müssen sie einen Abschlag von 4,27 Prozentpunkten auf den RTSR 1y hinnehmen. Werden die Werte der One-Timer mit denen der Portfoliomaster verglichen, fallen diese Abschläge mit 5,16 (private Unternehmen) und 5,06 (börsennotierte Unternehmen) Prozentpunkten deutlich stärker aus. Hinsichtlich der Transaktionsstruktur ist der RTSR 1y bei einem Cash-Deal eines Strategic-Shifter um 1,96 Prozentpunkt geringer als bei den Portfoliomastern. Hier wird ebenfalls ersichtlich, dass ein One-Timer einen um 3,97 Prozentpunkte geringeren RTSR 1y erzielt und dieser im Vergleich zu Portfoliomastern und Strategic-Shiftern geringer ausfällt. Folglich stützen die Ergebnisse auch Hypothese 4.

[Tab. 3 ungefähr hier einfügen]

## 7 Zusammenfassung

Die Ausführungen der vorangehenden Abschnitte haben wesentliche Praxisimplikationen für die Professionalisierung des M&A-Geschäfts in Unternehmen. Sie zeigen, dass insbesondere die Gründe für den mittel- und langfristigen Erfolg und somit die Generierung von Value Added mit der Anzahl der durchgeführten Kauf- und Verkaufstransaktionen korrelieren. Die als Portfoliomaster identifizierte

Gruppe profitiert somit am stärksten von Lern-Effekten und vermutlich optimierten Deal-Screenings und anschließend gelungener Post-Merger-Integration. Auch wenn der Kapitalmarkt diese Effekte ex ante mit tendenziell negativen oder nur geringen positiven abnormalen Renditen zum Zeitpunkt der Transaktionsankündigung bewertet, ist die langfristige Wertgenerierung in Form von ein- und zwei Jahres relativen Aktienrenditen wie erwartet für die Portfoliomaster am größten. Wie fast alle empirischen Studien weißt auch die vorliegende Limitationen auf. So könnte es sein, dass nur besonders rentable Unternehmen eine Vielzahl von Transaktionen durchführen, da diese es sich „leisten“ können. Daher kann es zu einer Selbstselektion der Gruppe der Portfoliomaster kommen. Diesem Kritikpunkt wird in der multivariaten Analyse durch das Hinzufügen der Kontrollvariablen für Unternehmensgröße und Profitabilität entgegengewirkt. Des Weiteren wird keine Unterscheidung im zeitlichen Ablauf der durchgeführten Transaktionen gemacht. Wird nach einem Verkauf das Geld wieder investiert oder wird verkauft, weil Cash benötigt wird? Hinsichtlich der zeitlichen Abfolge besteht aus Sicht der Autoren Forschungsbedarf. Die Ergebnisse zeigen ebenfalls mögliche Implikationen für M&A-Entscheider auf. Anhand der Untersuchung kann gezeigt werden, dass Bartransaktionen im Gegensatz zu Aktienübernahmen mit einer höheren Rendite assoziiert sind. Des Weiteren wird gezeigt, dass die Professionalisierung des M&A-Geschäfts mit einem geringeren „Diversification Discount“ verbunden ist und dass ein Umfeld hoher Volatilität nicht gescheut werden sollte. Zusammenfassend stützen unsere Ergebnisse die Praxiserfahrung, dass institutionelles Lernen im M&A Bereich möglich ist, wenn Unternehmenstransaktionen als quasi-industrieller Prozess professionalisiert werden.

## A Anhang

[Tab. 4 ungefähr hier einfügen]

[Tab. 5 ungefähr hier einfügen]

## Literatur

- Aktas, N./De Bodt, E./Roll, R. (2013):** Learning from repetitive acquisitions: Evidence from the time between deals, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 108 (1), S. 99–117.
- Berger, P. G./Ofek, E. (1995):** Diversification's effect on firm value, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 37 (1), S. 39–65.
- Campbell, J. Y./Lo, A. W./MacKinlay, A. C. (1996):** *The econometrics of financial markets*, Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Eisenbarth, I./Meckl, R. (2013):** Zeitliche Optimierung von M&A-Entscheidungen - Eine Analyse pro- und antizyklischen M&A-Verhaltens in Deutschland, in: *Corporate Finance biz*, Jg. 8, S. 442–457.
- Fama, E. F. et al. (1969):** The adjustment of stock prices to new information, in: *International Economic Review*, Jg. 10 (1), S. 1–21.
- Fischer, B./Meyer, M. (2014):** M&A-Transaktionen: Je häufiger und substanzieller, desto besser, in: *M&A Review*, Jg. 25 (7-8), S. 271–277.
- Fuller, K./Netter, J./Stegemoller, M. (2002):** What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions, in: *The Journal of Finance*, Jg. 57 (4), S. 1763–1793.
- Gell, J. et al. (2010):** Accelerating Out of the Great Recession: Seize the Opportunities in M&A, The Boston Consulting Group M&A-Report (URL: [http://image-src.bcg.com/Images/BCG\\_Accelerating\\_Out\\_of\\_the\\_Great\\_Recession\\_M\\_and\\_A\\_Jul\\_10\\_tcm108-117898.pdf](http://image-src.bcg.com/Images/BCG_Accelerating_Out_of_the_Great_Recession_M_and_A_Jul_10_tcm108-117898.pdf)).
- Kengelbach, J./Jostarndt, P. (2014):** Erfolgsfaktoren beim Unternehmenskauf: Zwischenbilanz aus zehn Jahren empirischer M&A-Forschung, in: *Dobler, M. et al. (Hrsg.): Rechnungslegung, Prüfung und Unternehmensbewertung: Festschrift zum 65. Geburtstag von Professor Dr. Dr. h.c. Wolfgang Ballwieser*, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 405–422.
- Kengelbach, J. et al. (2016):** Master of the Corporate Portfolio, The Boston Consulting Group M&A-Report (URL: [https://wiwi.uni-paderborn.de/fileadmin/dep2ls9/Dateien\\_Sievers/2016\\_MA\\_Report\\_Masters\\_of\\_the\\_Corporate\\_Portfolio\\_BCG\\_Uni\\_Paderborn.pdf](https://wiwi.uni-paderborn.de/fileadmin/dep2ls9/Dateien_Sievers/2016_MA_Report_Masters_of_the_Corporate_Portfolio_BCG_Uni_Paderborn.pdf)).
- Kengelbach, J./Klemmer, D. C./Roos, A. (2013):** BRICs Versus MORTAR? Winning at M&A in Emerging Markets, The Boston Consulting Group M&A-Report (URL: [http://image-src.bcg.com/Images/BRICs\\_Versus\\_Mortar\\_Aug\\_2013\\_tcm9-95826.pdf](http://image-src.bcg.com/Images/BRICs_Versus_Mortar_Aug_2013_tcm9-95826.pdf)).
- Kengelbach, J./Klemmer, D. C./Schwetzler, B. (2011):** Kapitalmarktorientierte Wertschaffung mit M&A aus der Käuferperspektive Teil 1: Erfolgsfaktoren im zyklischen Umfeld, in: *M&A Review*, Jg. 22 (12), S. 520–530.
- Kengelbach, J. et al. (2012):** Kapitalmarktorientierte Wertschaffung mit M&A aus der Käuferperspektive Teil 2: Erfolgsfaktoren von Serienkäufern, in: *M&A Review*, Jg. 23 (1), S. 1–5.
- Kengelbach, J./Link, M./Roos, A. (2010):** Unternehmensbewertung und Wertsteigerungshebel aus Kapitalmarktperspektive, in: *Müller-Stewens, G./Kunisch, S./Binder, A. (Hrsg.): Mergers & Acquisitions: Analysen, Trends und Best Practices*, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 243–252.

- Kengelbach, J./Roos, A./Keienburg, G. (2014):** Don't Miss the Exit: Creating Shareholder Value through Divestitures, The Boston Consulting Group M&A-Report (URL: [http://image-src.bcg.com/Images/MA\\_2014\\_Dont\\_Miss\\_the\\_Exit\\_Sep\\_2014\\_tcm108-82800.pdf](http://image-src.bcg.com/Images/MA_2014_Dont_Miss_the_Exit_Sep_2014_tcm108-82800.pdf)).
- Koller, T./Goedhart, M./Wessels, D. (2015):** Valuation: measuring and managing the value of companies, 6. Auflage, Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Kothari, S./Warner, J. B. (2007):** Econometrics of Event Studies, in: *Eckbo, B. E. (Hrsg.): Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Band 1*, Amsterdam: Elsevier, S. 3–36.
- Ladic, D. (2012):** Notwendige Kompetenzen von M&A-Abteilungen - Eine empirische Untersuchung, in: *Corporate Finance biz*, Jg. 3, S. 163–168.
- Lang, L. H. P./Stulz, R. M. (1994):** Tobin's q, corporate diversification and firm performance, in: *The Journal of Political Economy*, Jg. 102 (6), S. 1248–1280.
- Lintner, J. (1965):** The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, in: *The Review of Economics and Statistics*, Jg. 47 (1), S. 13–37.
- Loy, T./Stammel, G. (2016):** Konzepte der Erfolgsmessung bei M&A-Transaktionen, in: *Corporate Finance*, Jg. 1-2, S. 38–44.
- Meyer, M. L. (2011):** Erfolgsfaktoren bei Mergers & Acquisitions - Eine empirische Untersuchung externer Einflussfaktoren auf den Transaktionserfolg aus Käufersicht, Dissertation Bergischen Universität Wuppertal.
- Prezas, A. P./Simonyan, K. (2015):** Corporate divestitures: Spin-offs vs. sell-offs, in: *Journal of Corporate Finance*, Jg. 34, S. 83–107.
- Rhodes-Kropf, M./Robinson, D. T./Viswanathan, S. (2005):** Valuation waves and merger activity: The empirical evidence, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 77 (3), S. 561–603.
- Samanta, A./Koller, S. (2015):** Erfolgreiche Serienkäufer - Worauf es ankommt, in: *M&A Review*, Jg. 26 (7-8), S. 268–274.
- Schlingemann, F. P./Stulz, R. M./Walkling, R. A. (2002):** Divestitures and the liquidity of the market for corporate assets, in: *Journal of Financial Economics*, Jg. 64 (1), S. 117–144.
- Sharpe, W. F. (1964):** Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, in: *The Journal of Finance*, Jg. 19 (3), S. 425–442.

## B Tabellen

**Tabelle 1:** Regressionsergebnisse

Variable	Modell 1 <sup>a</sup>		Modell 2 <sup>b</sup>		Modell 3 <sup>c</sup>	
	Koeffizient	p-Wert	Koeffizient	p-Wert	Koeffizient	p-Wert
<i>Achsenab.</i>	0,0801	<b>0,000</b>	0,0847	0,000	0,2178	<b>0,000</b>
<i>os</i>	-0,0124	<b>0,032</b>	-0,0142	<b>0,016</b>	-0,0156	<b>0,009</b>
<i>ot</i>	-0,0237	<b>0,002</b>	-0,0269	<b>0,000</b>	-0,0327	<b>0,000</b>
<i>publ</i>	0,0109	<b>0,071</b>	0,0083	0,132	0,0072	0,163
<i>sub</i>	0,0261	<b>0,000</b>	0,0226	<b>0,000</b>	0,0201	<b>0,000</b>
<i>combo</i>	-0,0081	0,173	-0,0105	0,112	-0,0161	<b>0,028</b>
<i>other</i>	0,0049	0,153	0,0009	0,430	-0,0007	0,440
<i>stock</i>	-0,0108	0,126	-0,0105	0,134	-0,0172	<b>0,035</b>
<i>divers</i>	-0,0062	0,106	-0,0071	<b>0,079</b>	-0,0069	<b>0,080</b>
<i>hghv</i>	0,0602	<b>0,000</b>	0,0590	<b>0,000</b>	0,0372	<b>0,000</b>
<i>lglv</i>	0,1159	<b>0,000</b>	0,1141	<b>0,000</b>	-0,0292	0,225
<i>lghv</i>	0,0298	<b>0,000</b>	0,0287	<b>0,001</b>	-0,0312	0,232
<i>vix</i>	-0,1413	<b>0,004</b>	-0,1331	<b>0,006</b>	-0,0865	<b>0,062</b>
<i>roe</i>	0,0226	<b>0,033</b>	0,0207	<b>0,046</b>	0,0231	<b>0,033</b>
<i>lev</i>	0,0029	<b>0,009</b>	0,0024	<b>0,027</b>	0,0027	<b>0,014</b>
<i>log(ta)</i>	-0,0088	<b>0,000</b>	-0,0099	<b>0,000</b>	-0,0106	<b>0,000</b>

Die Tabelle beinhaltet die Ergebnisse der folgenden Regression:

$$rt_{sr1,i} = \alpha + \beta_1 st_{si} + \beta_2 ot_i + \beta_3 publ_i + \beta_4 sub_i + \beta_5 combo_i + \beta_6 other_i + \beta_7 stock_i + \beta_8 divers_i + \beta_9 hghv_i + \beta_{10} lghv_i + Controls_i.$$

Signifikanzniveaus basieren auf Basis der OLS cluster-robuster Standardfehler-Schätzung auf Firmenebene.

Ein Fettdruck der p-Werte signalisiert eine Signifikanz  $p < 0.10$ , welche zu einem einseitigen Test gehört.

<sup>a</sup> Modell 1 beinhaltet keine Fixed-Effects.

<sup>b</sup> Modell 2 beinhaltet Industrie-Fixed-Effects.

<sup>c</sup> Modell 3 beinhaltet sowohl Industrie- als auch Zeit-Fixed-Effects.

**Tabelle 2:** Ergebnisse Regression mit Interaktion

Variable	Koeffizient	p-Wert
<i>Achsenab.</i>	0,2252	<b>0,000</b>
<i>sts</i>	-0,0257	<b>0,032</b>
<i>ot</i>	-0,0420	<b>0,006</b>
<i>pm*publ</i>	0,0115	0,207
<i>pm*sub</i>	-0,0032	0,368
<i>sts*publ</i>	-0,0024	0,412
<i>sts*sub</i>	0,0281	<b>0,000</b>
<i>ot*publ</i>	0,0125	0,189
<i>ot*sub</i>	0,0325	<b>0,003</b>
<i>pm*combo</i>	-0,0210	0,112
<i>pm*other</i>	-0,0047	0,271
<i>pm*stock</i>	-0,0253	<b>0,086</b>
<i>sts*combo</i>	0,0092	0,230
<i>sts*other</i>	-0,0073	0,161
<i>sts*stock</i>	-0,0135	0,187
<i>ot*combo</i>	-0,0445	<b>0,002</b>
<i>ot*other</i>	0,0161	<b>0,068</b>
<i>ot*stock</i>	-0,0138	0,202
<i>pm*divers</i>	0,0056	0,247
<i>sts*divers</i>	-0,0197	<b>0,004</b>
<i>ot*divers</i>	-0,0016	0,440
<i>pm*hghv</i>	0,0617	<b>0,000</b>
<i>pm*lglv</i>	0,0015	0,472
<i>pm*lghv</i>	0,0214	0,107
<i>sts*hghv</i>	0,0496	<b>0,000</b>
<i>sts*lglv</i>	0,0143	0,237
<i>sts*lghv</i>	0,0245	<b>0,059</b>
<i>ot*hghv</i>	-0,0058	0,350
<i>ot*lglv</i>	0,0427	<b>0,011</b>
<i>vix</i>	-0,0816	<b>0,073</b>
<i>roe</i>	0,0228	<b>0,035</b>
<i>lev</i>	0,0028	<b>0,011</b>
<i>log(ta)</i>	-0,0108	<b>0,000</b>

Die Tabelle zeigt die mittels OLS geschätzten Koeffizienten der Dummy-Variablen bzw. der Interaktion zwischen diesen: *sts* (Strategic-Shifter), *ot* (One-Timer), *publ* (gelistete Zielunternehmen), *sub* (Tochterunternehmen als Ziel), *combo* (Kombination aus Cash- und Stock-Deal), *other* (andere Bezahlstruktur), *stock* (Stock-Deal), *divers* (diversifizierende Transaktion), *hghv* (Hohes Wachstum – Hohe Volatilität), *lglv* (Geringes Wachstum – Geringe Volatilität), *lghv* (Geringes Wachstum – Hohe Volatilität) sowie der Kontrollvariablen *vix* (Tagesschlussstand VIX), *roe* (Return on Equity), *lev* (Leverage) und *log(ta)* (Logarithmus der Total Assets). Unabhängige Variable ist der relative total shareholder return  $1y$  ( $rtsr_{1,i}$ ). Das Regressionsmodell beinhaltet sowohl Industrie- als auch Zeit-Fixed-Effects. Signifikanzniveaus basieren auf Basis der OLS cluster-robuster Standardfehler-Schätzung auf Firmenebene. Ein Fettdruck der p-Werte signalisiert eine Signifikanz  $p < 0.10$ , welche zu einem einseitigen Test gehört.



**Tabelle 3:** Marginale Effekte mit Interaktionstermen

	<u>Strategic-Shifter</u>		<u>One-Timer</u>	
	Effekt	p-Wert	Effekt	p-Wert
<b>1) Diversifizierung</b>				
Refocusing	-0,0075	0,164	-0,0308	<b>0,000</b>
Diversification	-0,0327	<b>0,000</b>	-0,0380	<b>0,001</b>
<b>2) Marktphasen</b>				
HiGro - LoVol	-0,0160	<b>0,047</b>	-0,0191	<b>0,047</b>
HiGro – HiVol	-0,0281	<b>0,026</b>	-0,0867	<b>0,000</b>
LoGro – LoVol	-0,0032	0,402	0,0221	<b>0,067</b>
LoGro – HiVol	-0,0129	0,160	-0,0406	<b>0,003</b>
<b>3) Status des Zielunternehmens</b>				
Private	-0,0287	<b>0,008</b>	-0,0516	<b>0,000</b>
Public	-0,0427	<b>0,000</b>	-0,0506	<b>0,000</b>
Subsidiary	0,0026	0,382	-0,0159	<b>0,058</b>
<b>4) Transaktionsstruktur</b>				
Cash Only	-0,0196	<b>0,010</b>	-0,0397	<b>0,000</b>
Combo	0,0106	0,299	-0,0632	<b>0,002</b>
Other	-0,0221	<b>0,005</b>	-0,0189	<b>0,037</b>
Stock Only	-0,0077	0,368	-0,0281	0,116

Die Tabelle beinhaltet die marginalen Effekte hinsichtlich der untersuchten Einflussfaktoren 1) Diversifizierung, 2) Marktphase, 3) Status des Zielunternehmens und 4) Transaktionsstruktur. Die marginalen Effekte wurden auf Basis der Regressionsgleichung (2) ermittelt. Signifikanzniveaus basieren auf Basis der OLS cluster-robuster Standardfehler-Schätzung auf Firmenebene. Ein Fettdruck der p-Werte signalisiert eine Signifikanz  $p < 0.10$ , welche zu einem einseitigen Test gehört.

**Tabelle 4:** Berechnung der Variablen

Variable	Beschreibung	Berechnung
$tsr_{1,i}$	total shareholder return 1y des Unternehmens i	$\frac{r_{i,t+1,i}^{i,i}}{r_{i,t,i}^{i,i}} - 1$
$tsr_{2,i}$	total shareholder return 2y des Unternehmens i	$\frac{r_{i,t+2,i}^{i,i}}{r_{i,t,i}^{i,i}} - 1$
$tsr_{1,ind}$	total shareholder return 1y des Industrieindex ind	$\frac{r_{i,t+1,ind}^{i,ind}}{r_{i,t,ind}^{i,ind}} - 1$
$tsr_{2,ind}$	total shareholder return 1y des Industrieindex ind	$\frac{r_{i,t+2,ind}^{i,ind}}{r_{i,t,ind}^{i,ind}} - 1$
$rtsr_{1,i}$	relative total shareholder return 1y des Unternehmens i	$\frac{tsr_{1,i}}{tsr_{1,ind}} - 1$
$rtsr_{2,i}$	relative total shareholder return 2y des Unternehmens i	$\frac{tsr_{2,i}}{tsr_{2,ind}} - 1$
$roe$	return on equity	$\frac{ni}{comeq}$
$lev$	Verschuldung	$\frac{debt}{comeq}$

Die Tabelle beinhaltet die Berechnungen der Variablen.

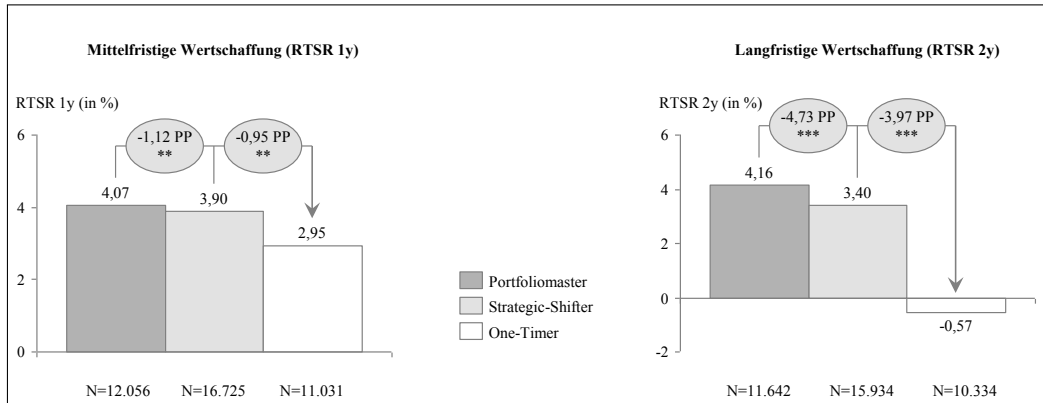
**Tabelle 5:** Verwendete Variablen

Variable	Beschreibung	Quelle	Item/Downloaddatum
$comeq$	Common equity	Worldscope	WC03501
$debt$	Debt	Worldscope	WC03255
$ni$	Net income	Worldscope	WC01751
$ri$	Return index	Worldscope	RI
$sales$	Sales	Worldscope	WC01001
$ta$	Total assets	Worldscope	WC02999
$vix$	CBOE Volatilitätsindex	<a href="http://www.cboe.com">http://www.cboe.com</a>	17.05.2016

Die Tabelle beinhaltet die Quellen der verwendeten Variablen. Die Finanzinformationen wurden in dem Jahr vor Ankündigung der Transaktion ermittelt.

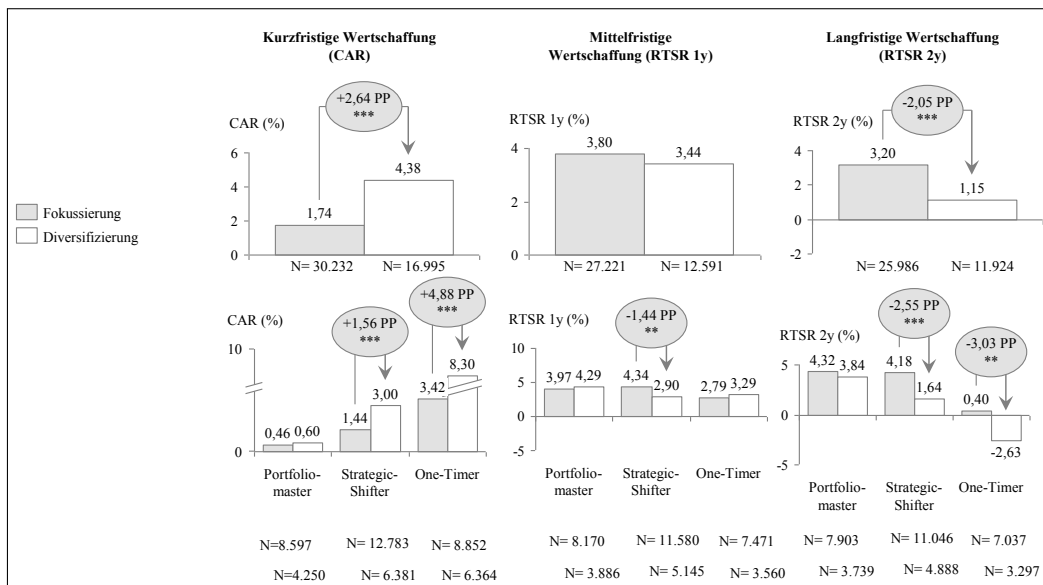
### C Abbildungen

**Abbildung 1: Mittel- und langfristige Wertschaffung**



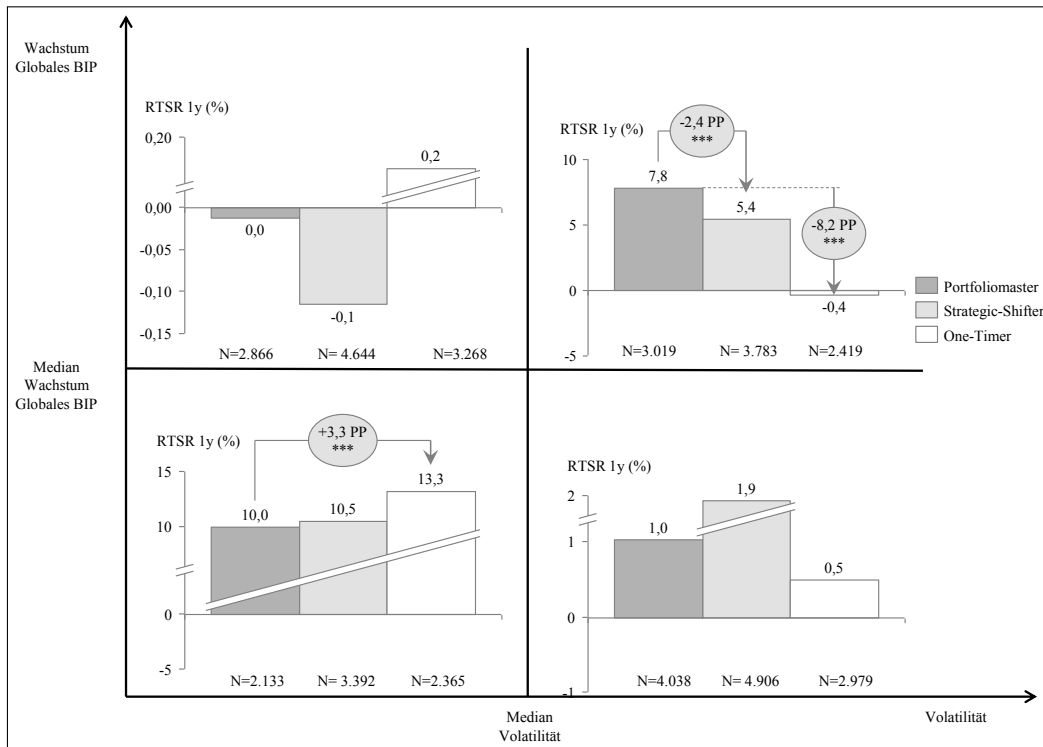
Anmerkung: N bezeichnet die Anzahl der Transaktionen pro Gruppe. \*/\*\*/\*\*\*: Unterschiede statistisch signifikant auf dem 10%/5%/1%-Niveau (einseitiger Test wegen gerichteter Hypothesen).

**Abbildung 2: Kurz-, Mittel- und langfristige Wertschaffung von Fokus- bzw. Diversifikationstransaktionen**



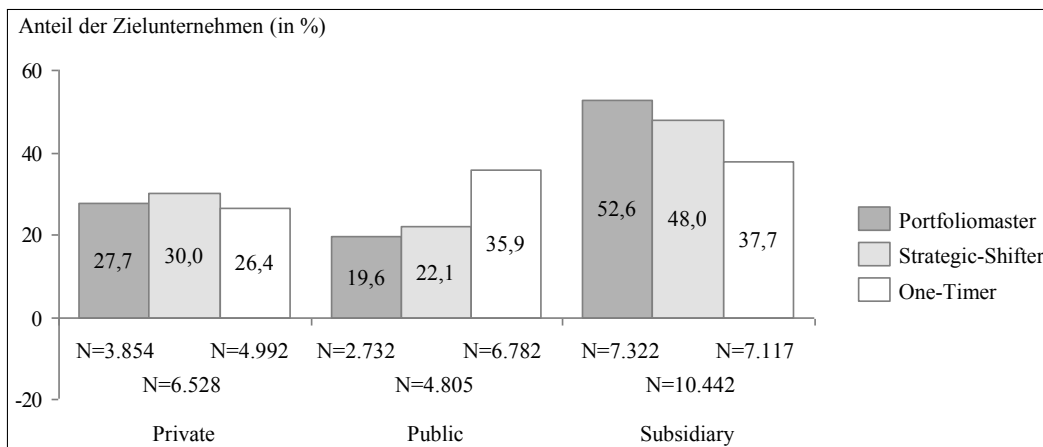
Anmerkung: Eine Transaktion wird als fokussierende Transaktion bezeichnet, wenn die ersten beiden Stellen des SIC-Codes des Zielunternehmens gleich den ersten beiden Stellen des SIC-Codes des akquirierenden Unternehmens sind. Eine Buyside-Transaktion wird als diversifizierend bezeichnet, wenn der zweistellige SIC des Zielunternehmens ungleich den von Datastream bereitgestellten zweistelligen SICs des kaufenden Unternehmens ist. Bei einer diversifizierenden Sellside-Transaktion wird der zweistellige SIC des Kerngeschäfts betrachtet. \*/\*\*/\*\*\*: Unterschiede statistisch signifikant auf dem 10%/5%/1%-Niveau (einseitiger Test wegen gerichteter Hypothesen).

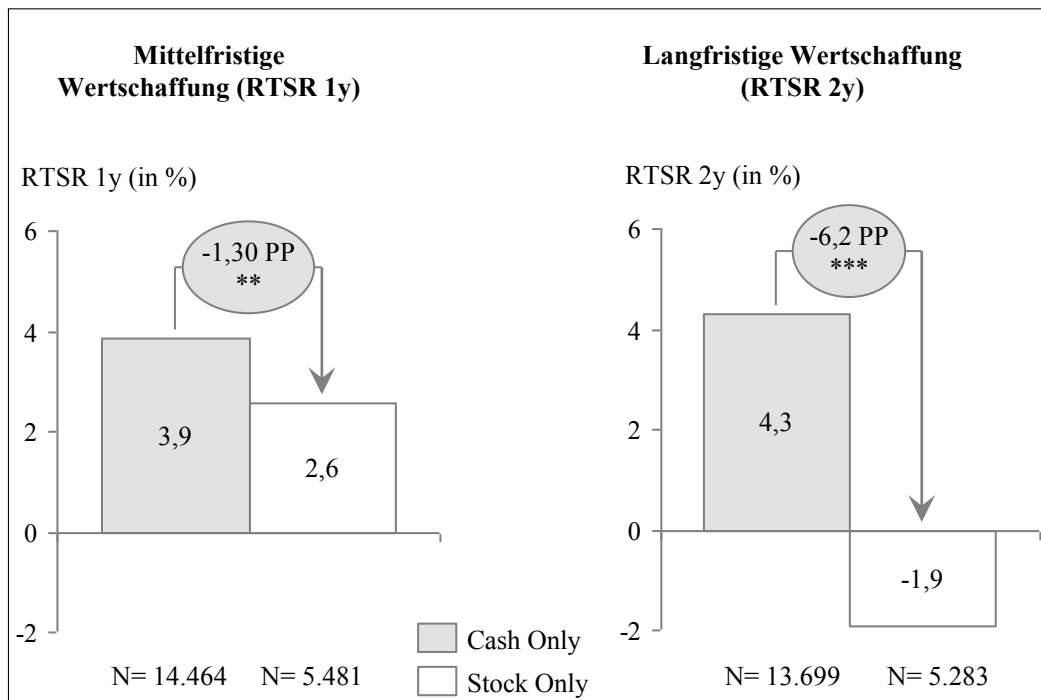
**Abbildung 3: Mittelfristige Wertschaffung in unterschiedlichen Marktphasen**



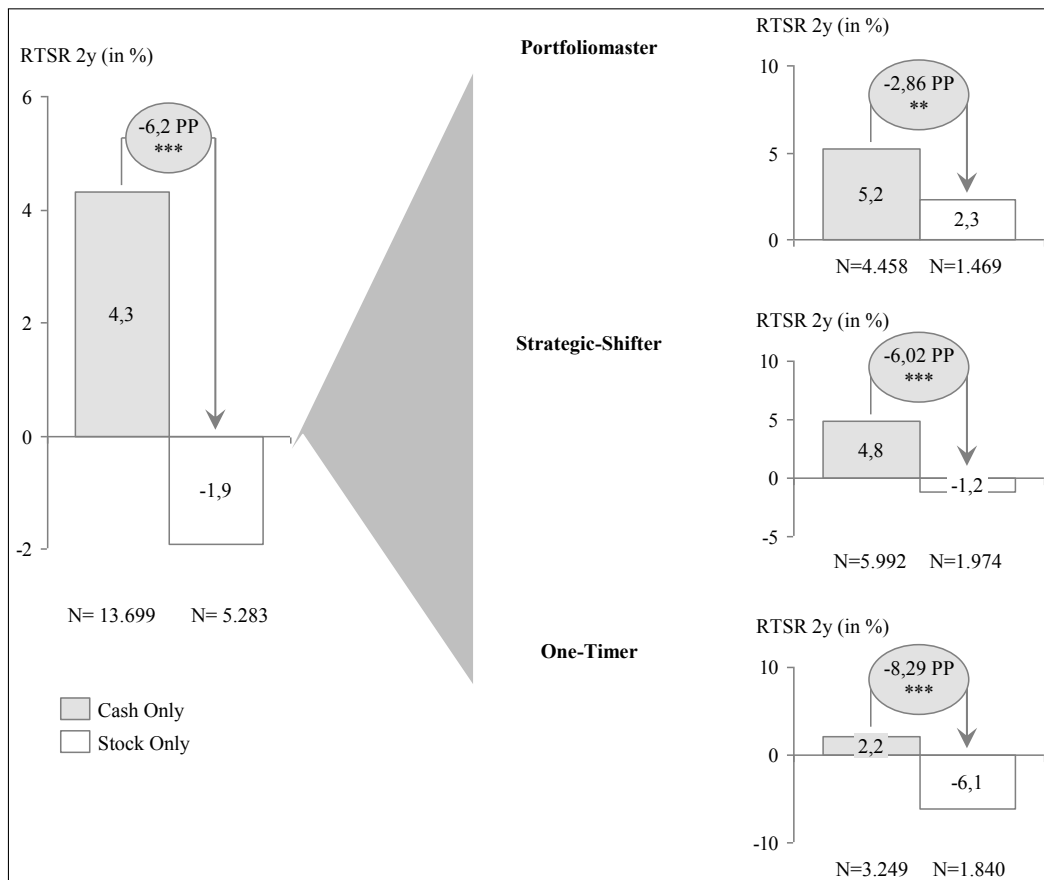
Anmerkung: Die Aufteilung in hohe vs. geringe Wachstumsphasen erfolgt anhand des Medians des weltweiten Bruttoinlandsprodukt-Wachstums. Die Aufteilung in die beiden Volatilitätsphasen erfolgt anhand des Medians des Volatilitätsindex der Börse in Chicago zum Zeitpunkt der Transaktionsankündigung. \*/\*\*/\*\*: Unterschiede statistisch signifikant auf dem 10%/5%/1%-Niveau (einseitiger Test wegen gerichteter Hypothesen).

**Abbildung 4: Anteil Zielunternehmen nach Status**



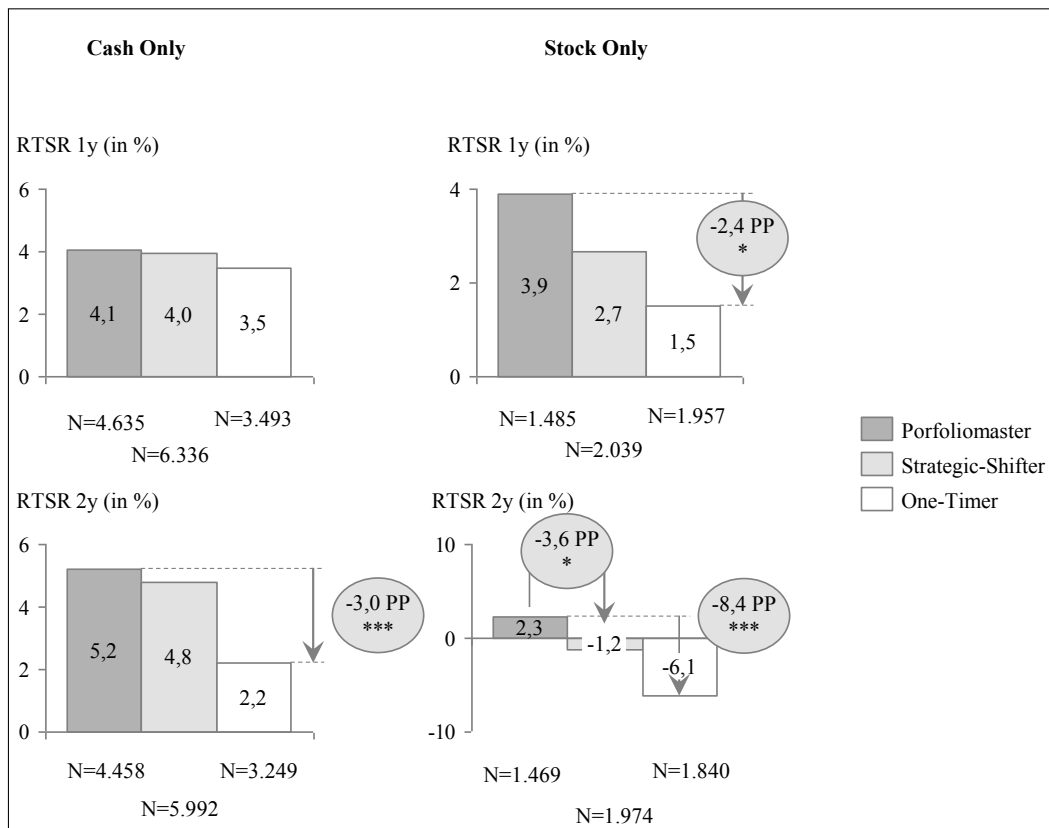
**Abbildung 5:** Mittel- und langfristige Wertschaffung nach Transaktionsstruktur

**Abbildung 6:** Vergleich Cash- vs. Stock-Deals innerhalb der Gruppen



Anmerkung: \*/\*\*/\*\*\*: Unterschiede statistisch signifikant auf dem 10%/5%/1%-Niveau (einseitiger Test wegen gerichteter Hypothesen).

**Abbildung 7:** Vergleich Cash- vs. Stock-Deals zwischen den Gruppen



Anmerkung: \*/\*\*/\*\*\*: Unterschiede statistisch signifikant auf dem 10%/5%/1%-Niveau (einseitiger Test wegen gerichteter Hypothesen).