

Simeon Jesse, M.Sc., Frankfurt/M. / Dipl.-Kfm. Marc Mehlhorn, Stuttgart

# Die Aktionärsstruktur von M&A-Transaktionen als Erklärungsfaktor von Kapitalmarktreaktionen

– Eine empirische Analyse am deutschen Markt –

**Simeon Jesse, M.Sc.**, arbeitet bei PwC im Bereich Financial Services Finance in Frankfurt/M. **Dipl.-Kfm. Marc Mehlhorn** ist Referent für Forschung und Bildung an der Börse Stuttgart.

**Kontakt:** autor@cf-fachportal.de

In dem Beitrag wird der Frage nachgegangen, inwiefern die Erfolgsbeurteilung durch den Kapitalmarkt zum Ankündigungszeitpunkt einer M&A-Transaktion von der Aktionärsstruktur des übernehmenden Unternehmens abhängt. Im Rahmen einer auf den deutschen Markt fokussierenden Ereignisstudie werden 414 M&A-Transaktionen in einem Untersuchungszeitraum von fünf Jahren ausgewertet. Die gewonnenen Ergebnisse verdeutlichen, dass der Kapitalmarkt sowohl mit Blick auf die Aktionärskonzentration als auch in Abhängigkeit der Aktionärsidentität des akquirierenden Unternehmens den M&A-Erfolg beurteilt.

## I. Einleitung

Fusionen und Akquisitionen (M&A) bieten vor allem in gesättigten und wettbewerbsintensiven Märkten große Chancen auf externes Wachstum durch rasch erhöhte Umsatzerlöse sowie Marktanteile, sind aber aus Sicht der Unternehmenseigentümer nicht immer erfolgreich. Insbesondere der Interessenkonflikt zwischen unterschiedlichen Eigentümern kann den Erfolg von M&A-Transaktionen gefährden. Zum einen besteht die Gefahr, dass ein Großaktionär seinen Einfluss im eigenen Interesse und somit zulasten der übrigen Aktionäre nutzt. Zum anderen ist die Gefahr einer ausbeuterischen Verhaltensweise auch im Hinblick auf die unterschiedlichen Aktionärsidentitäten zu beurteilen. Weil sich institutionelle Investoren, Banken, Familien oder unternehmerische Investoren aus unterschiedlichen Motiven heraus an Unternehmen beteiligen, werden ihnen auch im Rahmen von M&A-Entscheidungen divergierende Interessen attestiert. Es kann deshalb vermutet werden, dass sich die Gefahr ausbeuterischer Verhaltensweisen im Rahmen von M&A-Transaktionen je nach Aktionärsidentität unterscheidet. Der Erfolg einer angekündigten M&A-Transaktion wird vonseiten der Kapitalmarktteilnehmer auch in Abhängigkeit der Aktionärskonzentration und der Aktionärsidentität des akquirierenden Unternehmens beurteilt. Es lässt sich beobachten, dass die Ankündigung von M&A-Transaktionen teilweise starke Aktienkurssteigerungen auslöst, während andere Transaktionsankündigungen wiederum mit extremen Kursverlusten einhergehen.<sup>1</sup> Diese unterschiedlichen Kapitalmarktreaktionen sind auf fast allen Märkten festzustellen.<sup>2</sup>

1 Vgl. Martynova/Renneboog, *Journal of Banking and Finance* 2008 S. 2152 (2168).

2 Vgl. Bott, *Aktionärsstruktur, Kontrolle und Erfolg von Unternehmen*, 1. Aufl. 2002, S. 95 (98); Engelskirchen, *The role of family influence in M&A transactions*, 1. Aufl. 2007, S. 166; Görlitz, *Der Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen*, 1. Aufl. 2013, S. 78; Picken, *Unternehmensvereinbarungen und Shareholder Value*, 1. Aufl. 2003, S. 74 (76).

Caprio/Croci/Del Giudice zeigen in einer empirischen Studie, dass Kapitalmarktteilnehmer den erwarteten Erfolg einer M&A-Transaktion in Abhängigkeit der Aktionärskonzentration beurteilen. Außerdem sind zum Ankündigungszeitpunkt signifikante Renditeunterschiede dahingehend zu erkennen, ob der Großaktionär des akquirierenden Unternehmens eine Familie ist oder nicht die Aktionärsidentität der Familie aufweist.<sup>3</sup> Aufbauend auf diesen Ergebnissen und zur Schließung der bestehenden Forschungslücke bietet der vorliegende Beitrag eine umfangreiche Untersuchung der Kapitalmarktreaktionen im Ankündigungszeitpunkt von M&A-Transaktionen für den deutschen Markt und betrachtet dabei sowohl unterschiedliche Konzentrationsgrade als auch vier unterschiedliche Gruppen von Aktionärsidentitäten.

## II. Hypothesengenerierung Aktionärsstruktur

### 1. Aktionärskonzentration

Unter Aktionärskonzentration wird der Konzentrationsgrad der im Besitz eines Aktionärs befindlichen Unternehmensanteile verstanden. Unabhängig von Beteiligungsgrenzen wird zwischen Klein- und Großaktionären differenziert. Kleinaktionäre sind durch einen Stimmrechtsanteil gekennzeichnet, der zu gering ist, um Einfluss auf die Geschäftsführung des Unternehmens auszuüben.<sup>4</sup> Im Gegensatz dazu kann ein Großaktionär durch die Ausübung seines Stimmrechts wesentlichen Einfluss auf die Gesellschaft nehmen.<sup>5</sup> Der Großaktionär kann seine Einflussnahme zum einen in der im Interesse aller Aktionäre stehenden Kontrolle des Managements (Interessenkonvergenzhypothese) oder zum anderen in der zulasten der anderen Aktionäre fallenden Realisierung privater Vorteile (Ausbeutungshypothese) nutzen.<sup>6</sup> Die Nichtlinearitätshypothese stellt eine Kombination der Interessenkonvergenz- und der Ausbeutungshypothese dar.<sup>7</sup> Sie geht von einer nichtlinearen Beziehung zwischen dem Stimmrechtsanteil des Großaktionärs und dem Unternehmenswert aus, sodass eine Konzentration nicht per se als positiv oder negativ beurteilt werden kann, sondern in Abhängigkeit der Höhe des Stimmrechtsanteils zu bewerten ist. Die Nichtlinearitätshypothese berücksichtigt somit explizit den für die Großaktionäre geltenden Trade-off zwischen einer Unternehmenswertminderung einerseits

3 Vgl. Caprio/Croci/Del Giudice, *Journal of Corporate Finance* 2011 S. 1649.

4 Vgl. Jansch, *Die Rolle der Aktionäre in Publikums Gesellschaften*, 1. Aufl. 1999, S. 22.

5 Vgl. Büschgen, *Das kleine Börsen-Lexikon*, 22. Aufl. 2001, S. 1001.

6 Vgl. Bebchuk, NBER Working Paper No. 7203/1999 S. 28; Shleifer/Vishny, *Journal of Finance* 1997 S. 758.

7 Gem. der an dieser Stelle nicht dargestellten Endogenitätshypothese nach Demsetz (1983) hat der Konzentrationsgrad der Aktionärsstruktur keine Auswirkungen auf den Unternehmenswert, sondern ist vielmehr das Ergebnis eines Wettbewerbsprozesses. Vgl. Demsetz, *Journal of Law and Economics* 1983 S. 377.

und der persönlichen Bereicherung andererseits.<sup>8</sup> Bei M&A-Transaktionen ist anzunehmen, dass Großaktionäre die durch Manager initiierten, marktwertmindernden Akquisitionen aufgrund ihres großen Einflusses unterbinden. Es kann ferner angenommen werden, dass die Managerkontrolle mit dem Konzentrationsgrad der durch den Großaktionär gehaltenen Unternehmensanteile steigt.<sup>9</sup> Dies ließe die Schlussfolgerung zu, dass der Akquisitionserfolg umso höher ausfällt, je größer der durch den Großaktionär gehaltene Anteil ist. Die Ankündigung einer solchen Transaktion müsste folglich von den Kapitalmarktteilnehmern positiv bewertet werden und als Überrendite – zumindest um den Ankündigungszeitpunkt herum – messbar sein.

Dieser Theorie steht jedoch entgegen, dass ein Großaktionär im Rahmen von M&A-Transaktionen auch private Sonder Vorteile realisieren kann, welche nicht zwingend im Interesse einer Steigerung des Unternehmenswerts sind.<sup>10</sup> Eine derartige Vorteilsnahme würde den M&A-Erfolg negativ beeinflussen. Die Transaktionen wären im Zeitpunkt der Ankündigung folglich auch von den Marktteilnehmern entsprechend zu bewerten. Aufgrund der sich entgegenstehenden Theorien im Hinblick auf die durch den Kapitalmarkt erfolgende Erfolgsbeurteilung von M&A-Transaktionen ist eine offene Hypothese zu formulieren.

H<sub>1</sub>: Die Erfolgsbeurteilung von M&A-Transaktionen durch den Kapitalmarkt ist zum Zeitpunkt der Transaktionsankündigung von der Aktionärskonzentration des akquirierenden Unternehmens abhängig. Die Höhe des durch den größten Aktionär gehaltenen Stimmrechtsanteils ist dabei ein relevantes Beurteilungskriterium des Kapitalmarkts.

## 2. Aktionärsidentität

Durch divergierende Interessenlagen und unterschiedlichen Möglichkeiten der Einflussnahme auf die Unternehmensleitung ist in Abhängigkeit der Aktionärsidentität ein heterogenes Bild bezüglich der Auswirkungen von M&A-Transaktionen auf den Unternehmenswert zu erwarten.<sup>11</sup> Eine Differenzierung findet anhand der Aktionärsgruppen in institutionelle Investoren, Banken, Familien und unternehmerische Investoren statt. Obwohl Banken der Aktionärsgruppe institutioneller Investoren zuzuordnen sind, wird die Aktionärsgruppe Banken aufgrund ihrer großen Bedeutung innerhalb Deutschlands gesondert berücksichtigt. Zur weiteren Abgrenzung werden Nichtfinanzinvestoren als unternehmerische Investoren bezeichnet und Familien als gesonderte Investorengruppe betrachtet.

Beteiligungen an anderen Unternehmen stellen für institutionelle Investoren einen Bestandteil ihres operativen Geschäfts dar.<sup>12</sup> Diese Tatsache legt die Vermutung nahe,

dass der M&A-Erfolg durch die Aktionärsgruppe positiv beeinflusst wird. Jedoch darf nicht außer Acht gelassen werden, dass es sich bei den institutionellen Investoren um eine heterogene Gruppe handelt, die teils divergierende Interessen aufweist. Insbesondere das passive Verhalten von Versicherungen und Investmentfonds kann zu einer unzulänglichen Kontrolle der Manager führen und den Erfolg einer M&A-Transaktion nachteilig beeinflussen.<sup>13</sup> Die Manager wären folglich in der Lage, mit der Akquisition eigene Ziele zu verfolgen und evtl. einer Steigerung des Unternehmenswerts entgegenzustehen. Es ist nicht abzuschätzen, welcher der beiden Effekte dominiert, sodass die Hypothese offen zu formulieren ist.

H<sub>2,1</sub>: Die Erfolgsbeurteilung von M&A-Transaktionen durch den Kapitalmarkt ist zum Zeitpunkt der Transaktionsankündigung von der Aktionärsidentität des akquirierenden Unternehmens abhängig. Die Höhe des durch institutionelle Investoren gehaltenen Stimmrechtsanteils ist dabei ein relevantes Beurteilungskriterium des Kapitalmarkts.

Die vielfältigen Beziehungen der Banken zu Unternehmen lassen unterschiedliche Interpretationen zum Einfluss auf den M&A-Erfolg zu. Komparative Kontrollvorteile können im Rahmen von M&A-Transaktionen zu einer effizienten Managerkontrolle führen, sodass marktwertmindernde Akquisitionen verhindert werden.<sup>14</sup> Um die Gläubigerposition abzusichern, kann die Bank ihre Position als Aktionär jedoch auch dazu nutzen, auf eine risikoaverse Investitionspolitik oder hohe Thesaurierungsquoten hinzuwirken.<sup>15</sup> Ob die Aktionärsgruppe Banken einen positiven oder negativen Einfluss auf den M&A-Erfolg hat, ist nicht abzuschätzen. Die Hypothese ist offen zu formulieren.<sup>16</sup>

H<sub>2,2</sub>: Die Erfolgsbeurteilung von M&A-Transaktionen durch den Kapitalmarkt ist zum Zeitpunkt der Transaktionsankündigung von der Aktionärsidentität des akquirierenden Unternehmens abhängig. Die Höhe des durch Banken gehaltenen Stimmrechtsanteils ist dabei ein relevantes Beurteilungskriterium des Kapitalmarkts.

Familienunternehmen<sup>17</sup> zeichnen sich i.d.R. durch eine Personalunion von Manager und Eigentümer aus. Durch diese Personalunion besteht auch im Rahmen von M&A-Transaktionen ein Konsens bezüglich der verfolgten Zielsetzung. Rein managermotivierte Akquisitionen werden zugunsten eigentümmotivierter Akquisitionen vermieden.<sup>18</sup> Aufgrund dieser nicht vorhandenen Agency-Problematik wäre ein positiver Einfluss der Aktionärsgruppe Familie auf den M&A-Erfolg zu erwarten. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass i.d.R. ein Großteil des Familienvermögens in das Unternehmen investiert ist. Um das Familienvermögen hinreichend zu diversifizieren, können Akquisitionen zur Absicherung der Kapitalrückflüsse durchgeführt werden.<sup>19</sup> Akquisitionen dieses Typs sind i. S. der Marktwertmaximierung zu vermeiden. Auf Basis dieser theoretischen Überlegungen ist nicht auszumachen, welcher

8 Mögliche Wendepunkte zwischen einem positiven bzw. negativen Einfluss sind theoretisch nur schwer abzuleiten. Nach Ruhwedel (2003) könnten die aktienrechtlich bedeutenden Schwellenwerte eine Rolle spielen. Vgl. Ruhwedel, *Eigentümerstruktur und Unternehmenserfolg*, 1. Aufl. 2003, S. 96 (97).

9 Vgl. Böhmer, *Journal of Financial Intermediation* 2000 S. 118; Caprio/Croci/Del Giudice, *Journal of Corporate Finance* 2011 S. 1636.

10 Es wird ferner argumentiert, dass Großaktionäre oft mit einem Großteil ihres Vermögens in das Unternehmen investiert sind. Es besteht ein Anreiz, das persönliche Portfolio durch Unternehmenskäufe zu diversifizieren. Vgl. Bauguess/Stegemoller, *Journal of Corporate Finance* 2008 S. 556 (557). Nach Auffassung des Verfassers gilt dieses Argument jedoch nur für einzelne Aktionärsgruppen.

11 Vgl. Short, *Journal of Economic Surveys* 1994 S. 228.

12 Vgl. Ruhwedel, a.a.O. (Fn. 8), S. 40.

13 Vgl. Bott, a.a.O. (Fn. 2), S. 50.

14 Vgl. Hofer, *Corporate Governance und Unternehmensbewertung*, 1. Aufl. 2008, S. 160.

15 Vgl. Ruhwedel, a.a.O. (Fn. 8), S. 131.

16 Vgl. Böhmer, a.a.O. (Fn. 9), S. 123.

17 Im Rahmen dieser Arbeit wird ein Unternehmen bereits dann als Familienunternehmen klassifiziert, wenn der größte Anteilinhaber eine Privatperson darstellt, die mindestens 5% der Stimmrechtsanteile hält.

18 Vgl. Engelskirchen, a.a.O. (Fn. 2), S. 2.

19 Vgl. Anderson/Reeb, *Journal of Finance* 2003 S. 1302 (1303).

der beiden Einflüsse dominiert. Die Hypothese ist offen zu formulieren.

$H_{2,3}$ : Die Erfolgsbeurteilung von M&A-Transaktionen durch den Kapitalmarkt ist zum Zeitpunkt der Transaktionsankündigung von der Aktionärsidentität des akquirierenden Unternehmens abhängig. Die Höhe des durch Familien gehaltenen Stimmrechtsanteils ist dabei ein relevantes Beurteilungskriterium des Kapitalmarkts.

Bei unternehmerischen Investoren steht die Nutzung von Ressourcen der aus strategischen Gesichtspunkten erworbenen Beteiligungen im Vordergrund.<sup>20</sup> Obwohl fraglich ist, wann sich der Erfolg zeigen wird, ist eine positive Beeinflussung des M&A-Erfolgs zu erwarten. Die Hypothese ist eindeutig zu formulieren.

$H_{2,4}$ : Die Erfolgsbeurteilung von M&A-Transaktionen durch den Kapitalmarkt ist zum Zeitpunkt der Transaktionsankündigung von der Aktionärsidentität des akquirierenden Unternehmens abhängig. Die Höhe des durch unternehmerische Investoren gehaltenen Stimmrechtsanteils ist dabei ein relevantes Beurteilungskriterium des Kapitalmarkts. Je höher die Konzentration unternehmerischer Investoren ist, desto positiver wird die Erfolgsbeurteilung der M&A-Transaktion durch den Kapitalmarkt bewertet.

### III. Untersuchungskonzeption

#### 1. Datenbasis

Die für die empirische Untersuchung vorliegenden Daten bilden einen Zeitraum von fünf Jahren vom 01.07.2009 bis zum 30.06.2014 ab. Es werden M&A-Transaktionen betrachtet, die von deutschen und an der Frankfurter Wertpapierbörse gelisteten Unternehmen in diesem Zeitraum durchgeführt worden sind. Diese Auswahlkriterien gelten explizit nur für die Käuferunternehmen und werden nicht auf die Verkäuferunternehmen angewendet. Die für die Untersuchung notwendigen Daten wurden über die M&A-Datenbank ZEPHYR beschafft. Weil die M&A-Erfolgsbeurteilung jedoch auch in Abhängigkeit der Aktionärsstruktur analysiert werden soll, sind Informationen zu den Eigentümerverhältnissen der Käuferunternehmen notwendig. Diese sind der Datenbank Bureau Van Dijk Amadeus entnommen. Die Aktienkursdaten der im elektronischen Handelssystem XETRA gelisteten Unternehmen stammen aus der Datenbank Thomson Reuters Datastream.<sup>21</sup> Nach Bereinigungen verbleiben insgesamt 414 Transaktionen von 191 unterschiedlichen Unternehmen.<sup>22</sup>

#### 2. Methodik der Ereignisstudie

Da der M&A-Erfolg als Marktwertmaximierung des Unternehmens definiert wird, findet im Rahmen dieser Arbeit die kapitalmarktorientierte Erfolgsmessung Anwendung. Als Methode der kapitalmarktorientierten Erfolgsmessung hat sich die Ereignisstudie etabliert. Die Ereignisstudie wird zur Schätzung von Kapitalmarktreaktionen eingesetzt und

misst die Anpassungsgeschwindigkeit der Kurse an neue Informationen.<sup>23</sup> Essentielle Voraussetzung für die Durchführung einer Ereignisstudie ist die Annahme effizienter Kapitalmärkte nach Fama<sup>24</sup>. Der deutsche Kapitalmarkt wird als informationseffizient in mittelstrenger Form unterstellt, sodass die Ereignisstudie angewendet werden kann.<sup>25</sup> Das zentrale Element der Ereignisstudie ist ein Vergleich zwischen der tatsächlich beobachtbaren Rendite im Ereignisfenster und der theoretisch erwarteten Rendite.<sup>26</sup> Die Differenz zwischen der am Markt beobachteten Rendite  $R_{i,t}$  und der zu erwartenden Rendite  $ER_{i,t}$  wird als abnormale Rendite  $AR_{i,t}$  bezeichnet.<sup>27</sup> Mit dem Zeitpunkt  $t$  sowie der Anzahl der einen Zeitraum umfassenden Tage  $T$  ergibt sich formal:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

mit

$$R_{i,t} = \frac{S_{i,t}}{S_{i,t-1}} - 1 \text{ und } E(R_{i,t}) = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_{i,t}$$

Um die abnormale Kursentwicklung der gesamten Stichprobe über den relevanten Zeitraum zu analysieren, ist die durchschnittlich kumulierte abnormale Rendite  $CAAR$  im Zeitraum  $u$  bis  $v$  zu berechnen. Mit der Anzahl der in einem Portfolio enthaltenen Transaktionen  $N$  ergibt sich formal:

$$CAAR = \sum_{t=u}^v AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i$$

mit

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \text{ und } CAR_i = \sum_{t=u}^v AR_{i,t}$$

Die Testentscheidung erfolgt auf den Signifikanzniveaus  $\tau$ . Ist die Nullhypothese daraufhin abzulehnen, wird die Alternativhypothese angenommen. Auf diese Weise ist es möglich, das volle Ausmaß eines Ereigniseffekts auf den Aktienkurs zu ermitteln. Als Ereignis wird das Datum der offiziellen Bekanntgabe, das sog. *Announced Date*, definiert. Der Ereigniszeitraum erstreckt sich in der vorliegenden Untersuchung über das Zeitintervall  $[-20;+20]$ . Als vergleichende Ereigniszeiträume werden zudem die Intervalle  $[-5;+5]$  sowie  $[0;+1]$  definiert. In dem Schätzzeitraum werden die Parameter für die zu bestimmende erwartete Rendite ermittelt. Der im Rahmen dieser Arbeit verwendete Schätzzeitraum endet 50 Tage vor

23 Vgl. Brown/Warner, Journal of Financial Economics 1980 S. 205; Kothari/Warner, in Eckbo (Hrsg.), Handbook of Corporate Finance, 1. Aufl. 2007, S. 5; Fama, The Journal of Finance 1991 S. 1577 (1599, 1600, 1607).

24 Vgl. Fama, Journal of Finance 1970 S. 383.

25 Vgl. Schmidt/May, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1993 S. 83; Schmidt-Tank, Indexeffekte am europäischen Kapitalmarkt – Eine Analyse aus der Perspektive börsennotierter Unternehmen, 1. Aufl. 2005, S. 20. Zur Kritik an der Annahme effizienter Kapitalmärkte vgl. Engelhard/Schmidl, in: Giessel (Hrsg.), Globalisierung. Herausforderung an die Unternehmensführung zu Beginn des 21. Jahrhunderts, FS Paunseberger, 1999; Moser, Zeitschrift für Betriebswirtschaft 11/1981; Röder, Kurswirkungen von Meldungen deutscher Aktiengesellschaften, 1. Aufl. 1999.

26 Vgl. Brown/Warner, Journal of Financial Economics 1980 S. 205; Kothari/Warner, a.a.O. (Fn. 23), S. 5.

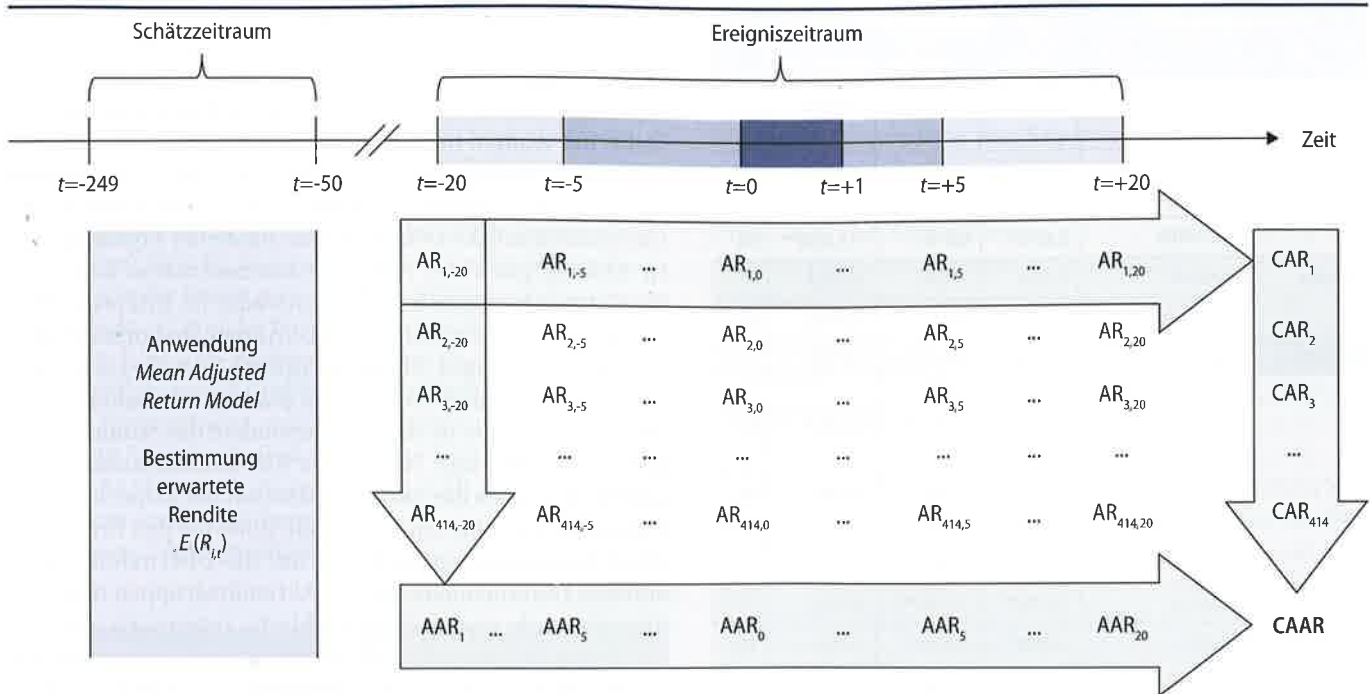
27 Vgl. Brown/Warner, Journal of Financial Economics 1980 S. 207; Kothari/Warner, a.a.O. (Fn. 23), S. 9.

20 Vgl. Baums, in: Feddersen/Hommelhoff/Schneider (Hrsg.), Corporate Governance, 1. Aufl. 1996, S. 324.

21 Sollten entsprechende Daten der XETRA nicht hinreichend verfügbar sein, werden für die Renditeberechnung die Aktienkursdaten des Parketthandels der Frankfurter Wertpapierbörse zugrunde gelegt. Die Kursunterschiede zwischen den Daten des Parketthandels und den Daten der XETRA sind i.d.R. sehr gering.

22 Der Datensatz wird von fehlerhaften Transaktionen (ausländische oder nicht börsennotierte Unternehmen) befreit (Anzahl 7). Liegen keine Daten zur Aktionärsstruktur (Anzahl 23) oder zu den Aktienkursdaten (Anzahl 35) vor, werden diese Transaktionen ebenfalls eliminiert.

Abb. 1: Methodik der Ereignisstudie



Quelle: Dauth, Die Internationalität von Top-Managern, 1. Aufl. 2012, S. 146.

dem jeweiligen Ereignis und umfasst insgesamt 200 Handelstage.<sup>28</sup> Die Abb. 1 illustriert und verdeutlicht die Vorgehensweise der Ereignisstudie.

IV. Ergebnisse der empirischen Untersuchung

1. Aktionärskonzentration

Mit steigendem Konzentrationsgrad ist ein abnehmender M&A-Erfolg festzustellen (Tab. 1). Während die Renditen bei einer geringen Aktionärskonzentration signifikant positiv sind, geht die Signifikanz der Ergebnisse mit steigender Aktionärskonzentration und größerem Ereignisfenster deutlich zurück. Für die Aktionärskonzentration 50-100% ist die kumulierte Überrendite im Ereignisfenster [-20;+20] sogar hochsignifikant negativ.

Tab. 1: Ergebnisse Aktionärskonzentration

Stichprobe		Ereignisfenster			N
		[0;+1]	[-5;+5]	[-20;+20]	
Aktionärskonzentration	0-25%	1,55% ***	1,80% ***	2,05% **	193
	25-50%	1,25% ***	0,63% *	0,74%	113
	50-100%	0,32%	0,51%	-4,01% **	108

Inhalt dieser Tab. sind die Ergebnisse zur empirischen Überprüfung der oben formulierten Hypothese 1, wonach die Beurteilung des M&A-Erfolgs durch den Kapitalmarkt von der Höhe des durch den größten Aktionär gehaltenen Stimmrechtsanteils abhängig ist. Die Symbole \*/\*\*/\*\* signalisieren die Signifikanz der Ergebnisse auf dem 10%-, 5%- sowie 1%-Niveau.

Auf Basis der Ergebnisse kann festgehalten werden, dass die Beurteilung des M&A-Erfolgs abhängig von der Aktionärskonzentration ist und umso geringer ausfällt, je höher der

durch den größten Aktionär gehaltene Stimmrechtsanteil ist. Diese Beobachtung lässt sich zum einen auf einen funktionierenden Markt für Unternehmenskontrolle<sup>29</sup> und zum anderen auf die Ausbeutungshypothese zurückführen, nach welcher der Großaktionär im Zuge von M&A-Transaktionen private Sondervorteile zu realisieren versucht. Mit steigendem Konzentrationsgrad findet eine Verschiebung der Managerkontrolle statt. Während die Managerkontrolle bei breitem Streubesitz vom Markt übernommen wird, übernimmt mit zunehmender Anteilskonzentration der Großaktionär immer mehr diese Rolle. Der abnehmende Kontrollverlust durch den Markt wirkt sich negativ auf den erwarteten M&A-Erfolg aus.

2. Aktionärsidentität

Im Hinblick auf die verschiedenen Aktionärsidentitäten als auch in Bezug auf die Wahl des Ereignisfensters sind die Ergebnisse teilweise sehr heterogen (Tab. 2 auf S. 282). Während die meisten der Ergebnisse zwar wie erwartet signifikant positive Renditen im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen anzeigen, ist vor allem ein differenzierter Blick auf die einzelnen Aktionärsidentitäten notwendig. So fällt mit Blick auf die Ergebnisse der Aktionärsgruppe institutionelle Investoren auf, dass relativ eng um das Informationsereignis signifikant positive Renditen feststellbar sind, während im größten Ereignisfenster die Renditen signifikant negativ sind. Tatsächlich ist diese Aktionärsgruppe insgesamt sehr heterogen und die Interessen divergieren meist stark. Demzufolge fällt es schwer, die Ergebnisse in einen theoretischen Rahmen einzuordnen. Für eine weitere Betrachtung wäre es daher an dieser Stelle notwendig, die Aktionärsgruppe institutionelle Investoren in weitere kleine, homogene Untergruppen zu differenzieren.

28 Vgl. Böhmer, a.a.O. (Fn. 9), S. 133. Zur Auswahl des Schätzzeitraums vgl. Goerke, in: Albers/Klapper/Konrad/Walter/Wolf (Hrsg.), Methodik der empirischen Forschung, 1. Aufl. 2009, S. 474 (475).

29 Vgl. Picken, a.a.O. (Fn. 2), S. 36; Pindyck/Rubinfeld, Mikroökonomie, 1. Aufl. 2009, S. 818.

Tab. 2: Ergebnisse Aktionärsidentität

Stichprobe		Ereignisfenster			N
		[0;+1]	[-5;+5]	[-20;+20]	
Institutionelle Investoren	Gesamt	1,01%***	0,59%	-3,72%**	113
	0-25%	1,07%***	0,59%	-0,40%	79
	25-100%	0,85%*	0,61%	-11,45%**	34
Banken	Gesamt	0,56%	1,52%	3,83%*	31
	Aktionär (Rang 2)	0,50%	0,95%	3,34%**	34
Familien	Gesamt	1,43%***	0,91%**	1,62%*	123
	0-25%	1,58%***	2,24%**	1,89%*	47
	25-50%	1,87%***	-0,47%	0,15%	43
	50-100%	0,66%*	0,82%*	3,15%*	33
Unternehmerische Investoren	Gesamt	1,20%**	1,97%***	0,10%	90
	0-50%	2,03%**	2,84%**	1,88%	36
	50-100%	0,65%	1,39%*	-1,09%	54

Inhalt dieser Tab. sind die Ergebnisse zur empirischen Überprüfung der oben formulierten Hypothesen 2.1 bis 2.4, wonach die Beurteilung des M&A-Erfolgs durch den Kapitalmarkt von der jeweiligen Aktionärsidentität abhängig ist. Die Symbole \*/\*\*/\*\* signalisieren die Signifikanz der Ergebnisse auf dem 10%-, 5%- sowie 1%-Niveau. Aktionär (Rang 2) bezieht sich darauf, dass Banken bei diesen Beobachtungen nicht die größte, sondern die zweitgrößte Aktionärsgruppe stellen.

Bilden Banken die größte bzw. die zweitgrößte Aktionärsgruppe eines Käuferunternehmens, so quittiert der Kapitalmarkt die Bekanntgabe einer Übernahme ebendieses Unternehmens kurzfristig zunächst nicht eindeutig. Mit Blick auf ein größeres Ereignisfenster wird die risikoaverse Investitionspolitik der Banken in Kombination mit den komparativen Kontrollvorteilen vonseiten des Kapitalmarkts längerfristig jedoch positiv bewertet. Familiengeführte Unternehmen zeichnen sich regelmäßig dadurch aus, dass das Management des Unternehmens meist partiell am Unternehmenserfolg beteiligt ist. Variable Vergütungen und/oder Aktienoptionen werden dabei meist so eingesetzt, dass Manager vor allem von einer nachhaltig erfolgreichen Unternehmensentwicklung persönlich profitieren können. Vor diesem Hintergrund ist es wenig überraschend, dass die Ergebnisse im Zusammenhang mit der Aktionärsgruppe Familien fast vollständig signifikant positive Renditen aufweisen. Dabei ist es interessant, dass der Kapitalmarkt auch eine niedrige Beteiligung der Familie (bspw. 0-25%) und einer dementsprechend höheren Beteiligung anderer Investoren im Rahmen von M&A-Transaktionen positiv bewertet. Der Aktionärsgruppe unternehmerische Investoren wird typischerweise attestiert, dass sie eine große inhaltliche Nähe zum akquirierenden Unternehmen aufweist. Durch die Kapitalmarktteilnehmer wird daher die Ankündigung einer Übernahme generell positiv bewertet. Es zeigt sich jedoch, dass diese positive Beurteilung mit steigendem Konzentrationsgrad abnimmt, sodass die hier berichteten Ergebnisse im Einklang mit den Erkenntnissen zum Einfluss der Aktionärskonzentration auf den M&A-Erfolg stehen.

## V. Zusammenfassung

Die sich kurz- oder langfristig einstellenden Erfolge von M&A-Transaktionen fallen sehr unterschiedlich aus. Im Hinblick auf die Wertsteigerung des akquirierenden Unternehmens zahlen sich für die Unternehmenseigentümer bspw. bei Weitem nicht alle Übernahmen aus. Als eine der Hauptursachen für diese breite Spanne zwischen Erfolg und Misserfolg im Rahmen von Akquisitionen gilt der bestehende Interessenkonflikt zwischen verschiedenen Eigentümern. In Abhängigkeit der Aktionärskonzentration kann ein Großaktionär seinen Einfluss entweder im Interesse aller Eigentümer nutzen (Interessenkonvergenzhypothese) oder zulasten der übrigen Aktionäre private Vorteile realisieren (Ausbeutungshypothese). Für die jeweilige Verhaltensweise des Großaktionärs ist dabei insbesondere der Stimmrechtsanteil von Relevanz. Neben der Aktionärskonzentration spielt jedoch auch die Aktionärsidentität des akquirierenden Unternehmens eine entscheidende Rolle für den Erfolg von M&A-Transaktionen. In Bezug auf die Übernahme eines anderen Unternehmens weisen Aktionärsgruppen teilweise divergierende und widersprüchliche Interessen auf. Die Ankündigung einer M&A-Transaktion wird vonseiten der Kapitalmarktteilnehmer daher im Hinblick auf den zu erwartenden Erfolg in Abhängigkeit der Aktionärskonzentration und der Aktionärsidentität des akquirierenden Unternehmens beurteilt.

Die Ergebnisse dieses Beitrags zeigen in diesem Zusammenhang deutlich, dass die vom Kapitalmarkt erwartete Erfolgsaussicht einer M&A-Transaktion mit zunehmender Aktionärskonzentration eines einzelnen Eigentümers sinkt. Dieser generell gültige Zusammenhang gilt jedoch insbesondere nicht für die Aktionärsgruppen unternehmerische Investoren sowie Familien. Diesen attestieren die Marktteilnehmer die grundsätzliche Absicht einer nachhaltigen Unternehmenswertsteigerung und quittieren dementsprechend die Ankündigung einer M&A-Transaktion mit entsprechendem Nachfrageverhalten bzgl. der Aktien des akquirierenden Unternehmens. Die Kapitalmarktteilnehmer schätzen auch dann den Erfolg einer M&A-Transaktion als positiv ein, wenn Banken die größte und zweitgrößte Aktionärsgruppe bilden. Für institutionelle Investoren sind die Ergebnisse nicht eindeutig, was nicht zuletzt auf die wiederum sehr starke Heterogenität innerhalb dieser Aktionärsgruppe zurückzuführen ist und für valide Ergebnisse eine genauere Differenzierung erfordert. Eine genauere Differenzierung ist jedoch auf Basis der vorliegenden Daten nicht möglich.

Für zukünftige Untersuchungen wäre insbesondere eine länderübergreifende Analyse zur Markterwartung des M&A-Erfolgs in Abhängigkeit der Aktionärskonzentration unter besonderer Berücksichtigung des zugrunde liegenden Corporate Governance-Modells interessant. Zudem stellt sich die Frage, ob die hier beschriebenen Erwartungen der Marktteilnehmer tatsächlich eintreten und der Erfolg von M&A-Transaktionen damit messbar von der Aktionärskonzentration sowie der Aktionärsidentität zum Zeitpunkt der Übernahme abhängig ist. Eine Langfristbetrachtung getätigter M&A-Transaktionen würde diesbezüglich weitere Erkenntnisse liefern.